

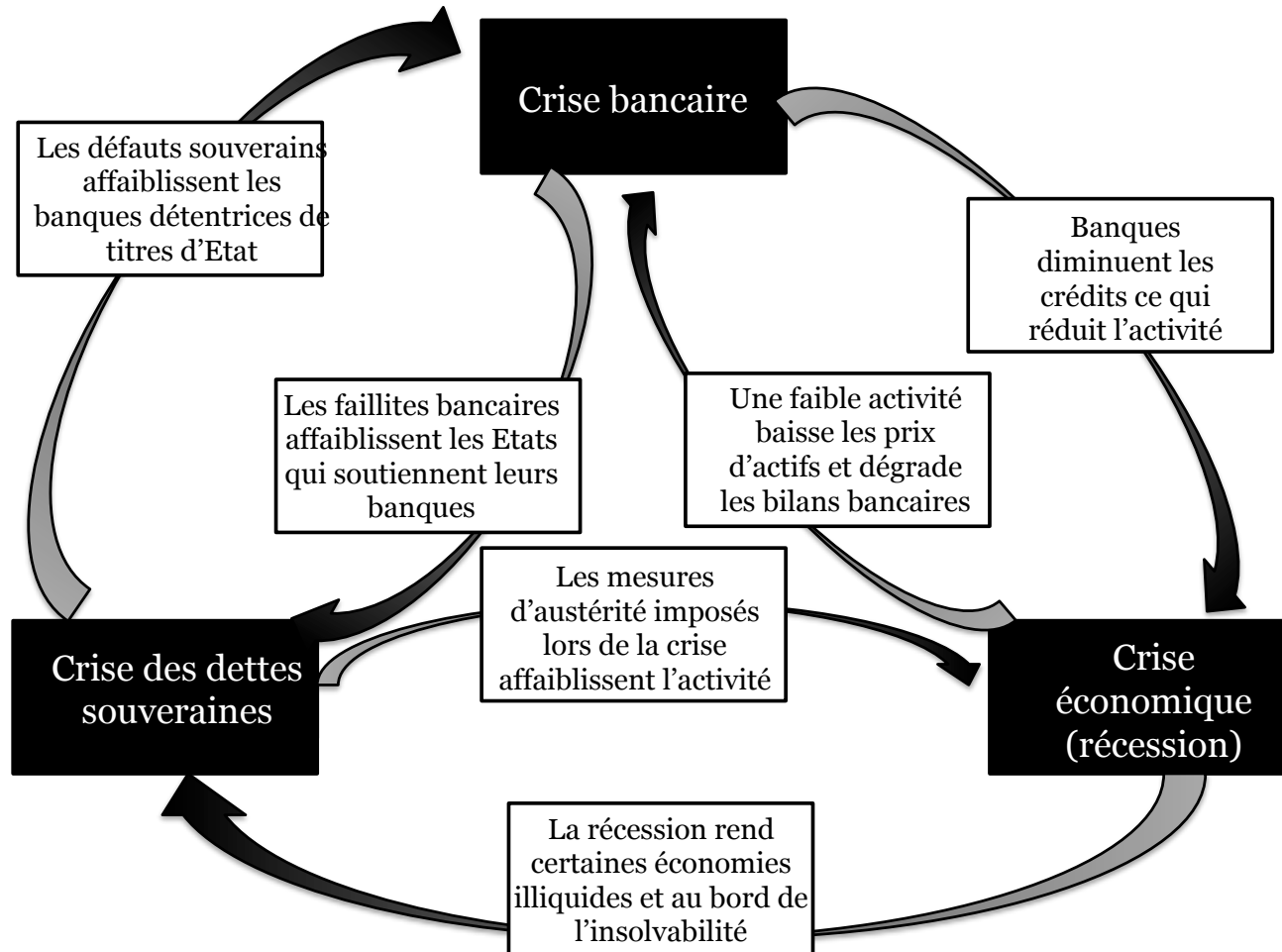
Politiques monétaires en temps de crise

Fabien Labondance
Université de Bourgogne – Franche-Comté & OFCE

Conférence en Economie
Lundi 9 novembre 2015

ESPE – Académie de Besançon

Les crises dans la zone euro



Plan

1. Du Conventionnel au non conventionnel

- 1.1 le conventionnel et le principe de séparation
- 1.2 Pourquoi adopter des mesures non conventionnelles ?
- 1.3 le non conventionnel
- 1.4 Les canaux de transmission du non conventionnel

2. Des interventions différentes d'une banque centrale à l'autre

- 2.1 Fed et BoE : des achats d'actifs
- 2.2 BCE : des prêts pour garantir le secteur bancaire
- 2.3 Des politiques plus ou moins expansionnistes

3. Les enjeux du QE de la BCE

- 3.1 Pourquoi le QE ?
- 3.2 Que peut-on en attendre ?
- 3.3 Les effets redistributifs du QE
- 3.4 La politique monétaire crée-t-elle des bulles ?

4. Conclusion : la politique monétaire est-elle impuissante ?

Références :

- Blot, C, Hubert, P. et Labondance, F (2015), « Les politiques monétaires non conventionnelles : quelles actions pour quels résultats ? », *Problèmes économiques*, n°8, pp. 99-107.
- Bordes, C. et L. Clerc (2010), 'L'art du central banking de la BCE et le principe de séparation', *Revue d'Economie Politique*, 120, 269-302.
- Goodhart, C. (2010), 'The changing role of central banks', *BIS Working Paper*, n°326.
- OFCE (2014) « Comment lutter contre la fragmentation du système bancaire de la zone euro ? », *Revue de l'OFCE*, Collection Analyse et prévisions, n°136.
- OFCE (2015), « Que peut-on attendre de l'assouplissement quantitatif de la BCE ? » (2015), *Revue de l'OFCE*, Collection Analyse et prévisions, n°138.
- L.E.O. Svensson (2003), (2003) "Escaping from the Liquidity Trap and Deflation: the Fool proof Way and Others", *Journal of Economic Perspectives* vol.17(4), p. 145-166.

Plan

1. Du Conventionnel au non conventionnel

- 1.1 le conventionnel et le principe de séparation
- 1.2 Pourquoi adopter des mesures non conventionnelles ?
- 1.3 le non conventionnel
- 1.4 Les canaux de transmission du non conventionnel

2. Des interventions différentes d'une banque centrale à l'autre

- 2.1 Fed et BoE : des achats d'actifs
- 2.2 BCE : des prêts pour garantir le secteur bancaire
- 2.3 Des politiques plus ou moins expansionnistes

3. Les enjeux du QE de la BCE

- 3.1 Pourquoi le QE ?
- 3.2 Que peut-on en attendre ?
- 3.3 Les effets redistributifs du QE
- 3.4 La politique monétaire crée-t-elle des bulles ?

4. Conclusion : la politique monétaire est-elle impuissante ?

1.1 le conventionnel et le principe de séparation

i BC ↘
i BC ↗

→ i banques commerciales ↘
→ i banques commerciales ↗

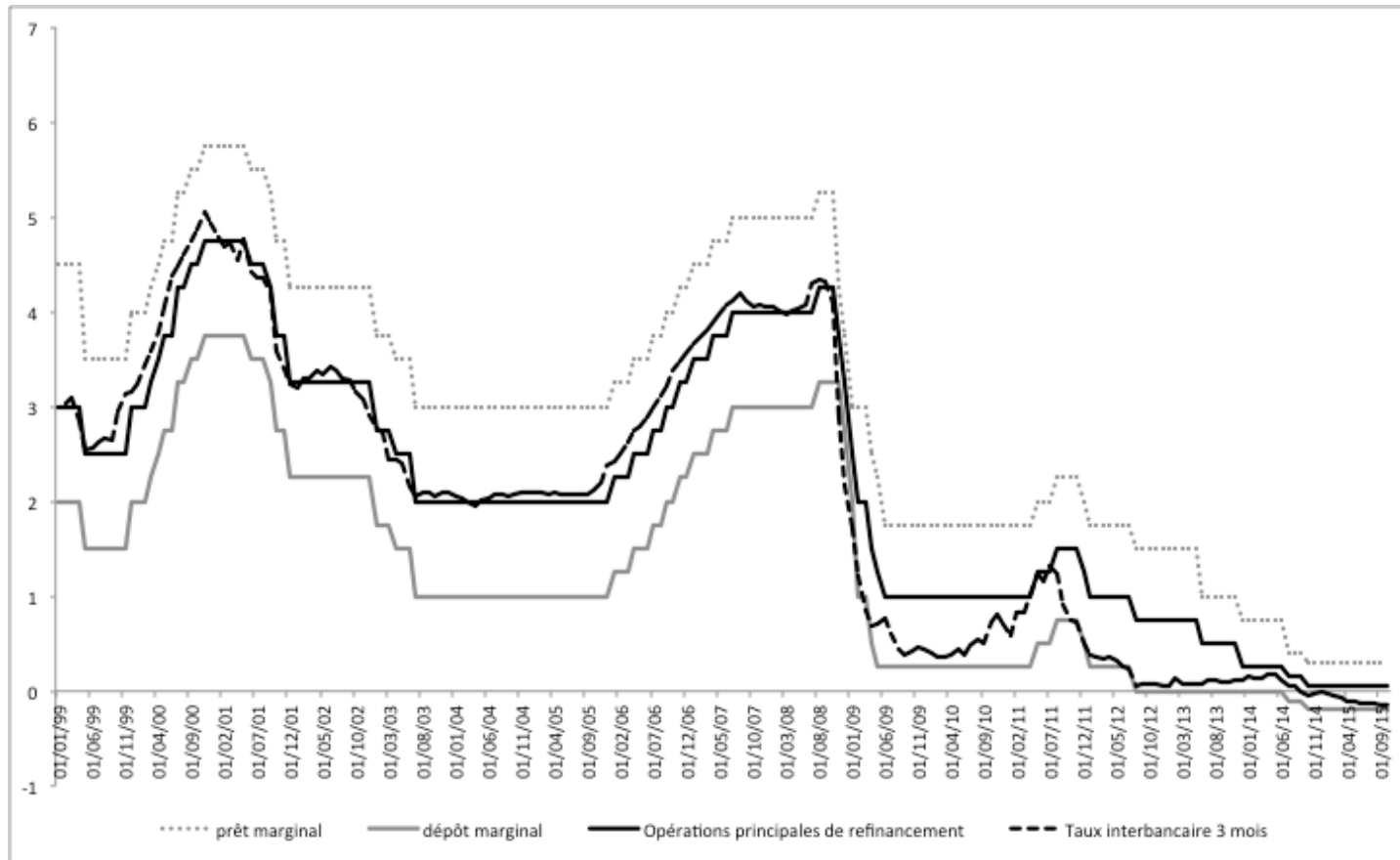
→ crédit ↗
→ crédit ↘

→ I ↗
→ I ↘

→ Y ↗
→ Y ↘

→ P ↗
→ P ↘

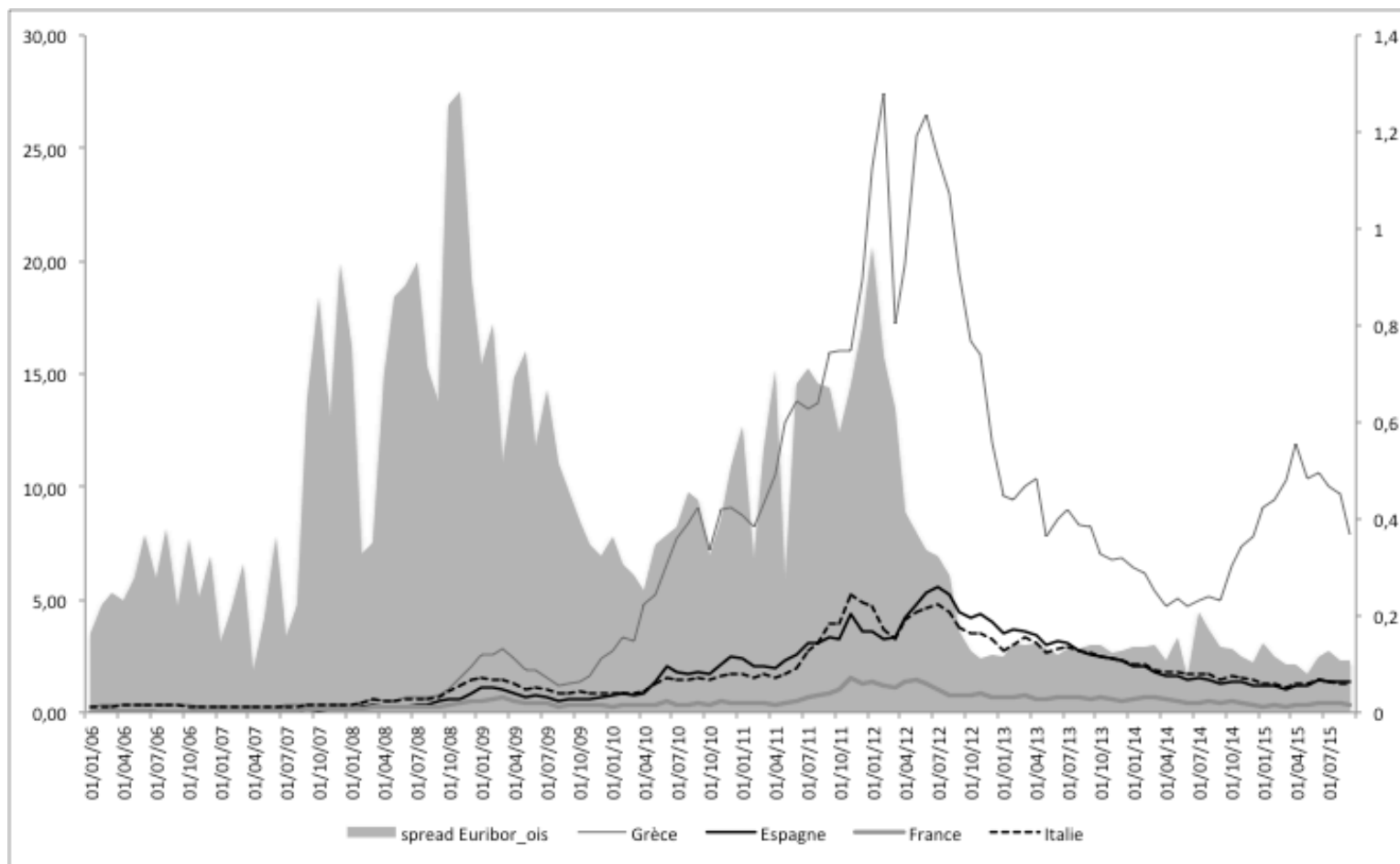
Les outils conventionnels de la BCE



Source : BCE

1.2 Pourquoi adopter des mesures non conventionnelles ?

Spread d'intérêt du marché interbancaire (Euribor-OIS) et taux souverains vis-à-vis de l'Allemagne

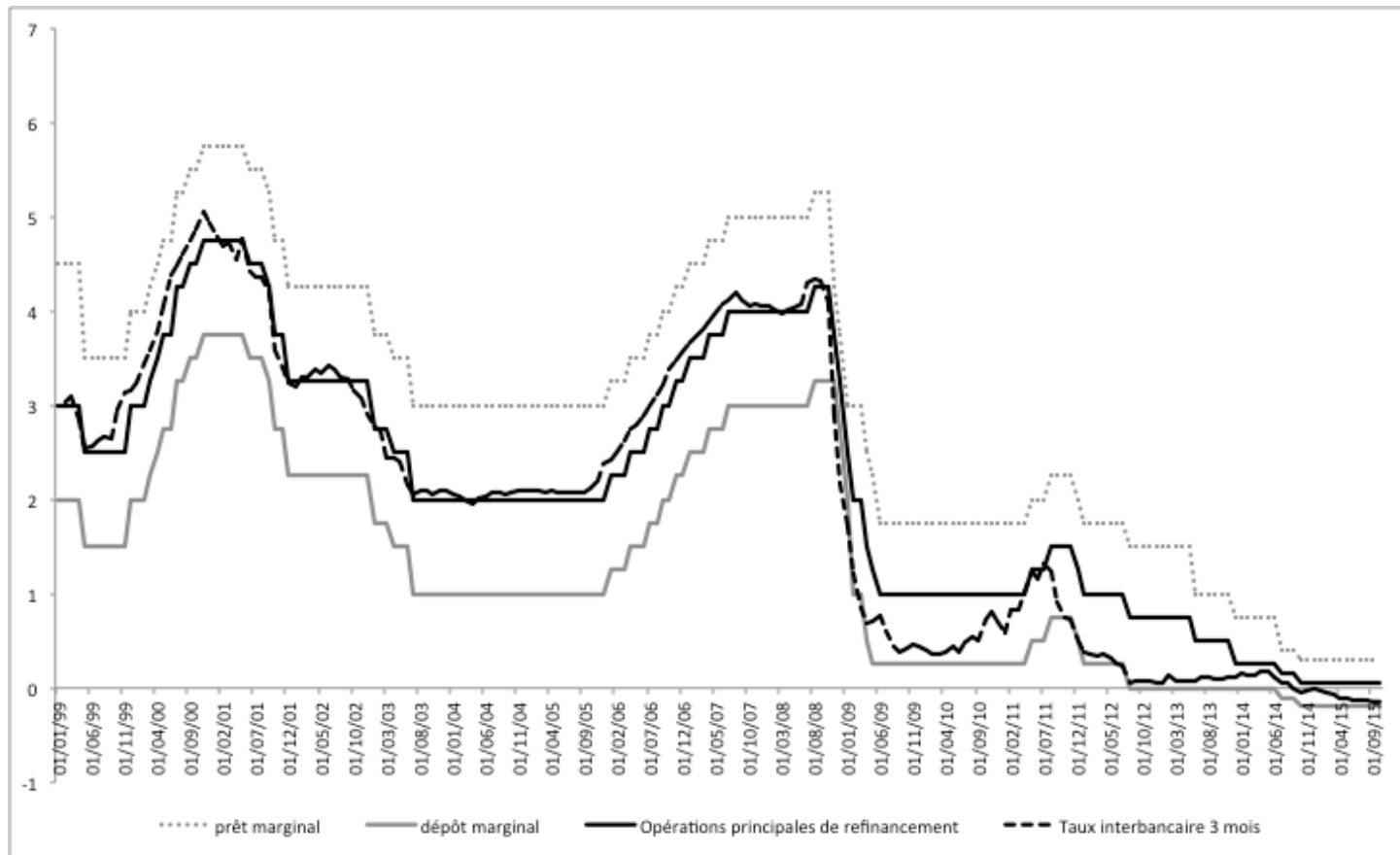


Source : BCE

1.2 Pourquoi adopter des mesures non conventionnelles ?

- Crise été 2007: respect du principe de séparation
 - Hausse des taux
 - injection de liquidité (95 Mds d'€) + LTRO
- *Lehman Brothers*: fin du principe de séparation et développement des mesures non conventionnelles

Les outils conventionnels de la BCE



Source : BCE

1.2 Pourquoi adopter des mesures non conventionnelles ?

- Dépasser la contrainte des **taux planchers**

les mesures non conventionnelles prennent le relais de la politique de taux. La modification de la taille ou de la composition du bilan permet d'agir sur les variables économiques et financières qui jouent un rôle dans la transmission de la politique monétaire

- Restaurer les **mécanismes** de transmission de la politique monétaire

En essayant d'agir directement sur ces variables clés (taux publics à long terme ou prix sur certains marchés spécifiques), la banque centrale cherche à rétablir le fonctionnement des canaux de transmission de la politique monétaire standard

- Injecter des liquidités pour **stabiliser** le système financier

la banque centrale peut être amenée à modifier le cadre usuel de la conduite de ses opérations de prêteur en dernier ressort afin de pourvoir à la demande de liquidité du système financier, ce qui peut induire une modification de la taille du bilan et du risque porté par la banque centrale

1.3 le non conventionnel

Les politiques monétaires non conventionnelles reposent explicitement sur la manipulation du bilan de la banque centrale, que ce soit la taille ou la structure

- **L'assouplissement qualitatif** (*qualitative easing*) va modifier la structure du bilan de la banque centrale, généralement du côté de l'actif, mais sans en modifier la taille.

(exemple: acquisition de titres plus risqués au détriment de titres moins risqués. La banque centrale atténue alors les risques auxquels sont exposées les institutions financières auprès desquelles elle a acquis ces titres. La BCE va ainsi, dès octobre 2008, baisser ces exigences au regard de la notation des actifs exigés en contrepartie de ses opérations de refinancement.)

- **L'assouplissement quantitatif** (QE pour *quantitative easing*) correspondent *stricto sensu* à une augmentation de la taille du bilan de la banque centrale
- **L'assouplissement du crédit** (« *credit easing* ») les mesures non conventionnelles qui reposent à la fois sur un assouplissement quantitatif et qualitatif.

1.4 Les canaux de transmission du non conventionnel

- **L'effet de signal**
- **Le canal du choix de portefeuille et des effets de richesse avec le canal du taux de change**
- **L'effet de liquidité**
- **Le canal de la confiance**
- **Le canal du défaut**

Il faut souligner que ces canaux ne sont pas différents de ceux à l'œuvre pour la politique de taux d'intérêt. De fait, par certaines mesures non conventionnelles, l'objectif de la banque centrale est bien d'influencer plus directement sur certaines variables qui jouent un rôle clé dans la transmission de la politique monétaire.

1.4 Les canaux de transmission du non conventionnel

L'effet de signal

- une annonce d'achats d'actifs indique que la PoMo est plus accommodante et envoie le signal qu'elle le restera pendant longtemps
- Cet effet signal est également important dans le cadre d'une politique de *forward guidance* (guidage prospectif)
- Considérant que les taux d'intérêt à long terme reflètent les anticipations de taux d'intérêt futurs à court terme, l'annonce d'achats à grande échelle devrait déclencher une baisse des taux à long terme

FG: Mesures notamment prise par la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale. La BCE a aussi adopté une stratégie similaire mais de façon plus timide

1.4 Les canaux de transmission du non conventionnel

Le canal du choix de portefeuille et des effets de richesse & le canal du taux de change (1/2)

- les achats de titres, inclus dans le programme, entraînent une augmentation du prix de ces actifs, mais également celle du prix d'autres actifs.
- En effet, lorsque la banque centrale achète un titre à une contrepartie (vendeur), celle-ci dispose alors de liquidités qu'elle peut utiliser pour acheter d'autres actifs substituables
- Le vendeur est incité à rééquilibrer son portefeuille afin de maintenir son rendement
- Il en résulte une nouvelle demande pour des actifs substituables ce qui a pour effet d'augmenter leur prix.

1.4 Les canaux de transmission du non conventionnel

Le canal du choix de portefeuille et des effets de richesse & le canal du taux de change (2/2)

- Les prix d'actifs étant inversement corrélés à leur rendement, la hausse des prix induit une baisse du coût de financement
- Dans le même temps, la hausse des prix d'actifs provoque un effet de richesse positif ce qui conduit les agents à réévaluer leurs décisions de consommation et d'investissement
- cette substitution peut se faire soit en faveur de crédit bancaire – on identifie alors plus spécifiquement un **canal du crédit bancaire** – ou d'actifs étrangers.
- Si le rééquilibrage du portefeuille du vendeur de titre souverain l'amène à substituer des étrangers, il en résulte une sortie de capitaux et donc une baisse de la valeur de la monnaie, qui dynamise en retour le commerce extérieur.
- Le **canal du taux de change** devient alors un vecteur de transmission des politiques monétaires non conventionnelles

1.4 Les canaux de transmission du non conventionnel

L'effet de liquidité

- en créant de la monnaie pour acheter des actifs, la banque centrale peut rapidement injecter des liquidités dans le système financier
- Cette capacité est primordiale puisque les marchés d'actifs sont segmentés et est donc cruciale lors des périodes pendant lesquelles des dysfonctionnements sont observés sur les marchés financiers

1.4 Les canaux de transmission du non conventionnel

Le canal de la confiance

- si les agents économiques pensent que la politique mise en œuvre est efficace, son annonce devrait stimuler la confiance des consommateurs et des entreprises
- les incitant à augmenter leurs dépenses finales.



1.4 Les canaux de transmission du non conventionnel

Le canal du défaut

- la baisse des taux d'intérêt publics induites par les achats de titres souverains entraîne une baisse de la probabilité de défaut et donc de la prime de risque
- le gouvernement peut alors bénéficier d'une réduction de la charge d'intérêt et de meilleures perspectives de recettes fiscales.
- Par ailleurs, en signalant des achats de titres souverains, la BC joue implicitement le rôle d'acheteur en dernier ressort, situation anticipée par les investisseurs ce qui réduit le risque d'anticipations auto-réalisatrices de défaut souverain
- Particulièrement important dans le cas de la zone euro

Plan

1. Du Conventionnel au non conventionnel

- 1.1 le conventionnel et le principe de séparation
- 1.2 Pourquoi adopter des mesures non conventionnelles ?
- 1.3 le non conventionnel
- 1.4 Les canaux de transmission du non conventionnel

2. Des interventions différentes d'une banque centrale à l'autre

- 2.1 Fed et BoE : des achats d'actifs
- 2.2 BCE : des prêts pour garantir le secteur bancaire
- 2.3 Des politiques plus ou moins expansionnistes

3. Les enjeux du QE de la BCE

- 3.1 Pourquoi le QE ?
- 3.2 Que peut-on en attendre ?
- 3.3 Les effets redistributifs du QE
- 3.4 La politique monétaire crée-t-elle des bulles ?

4. Conclusion : la politique monétaire est-elle impuissante ?

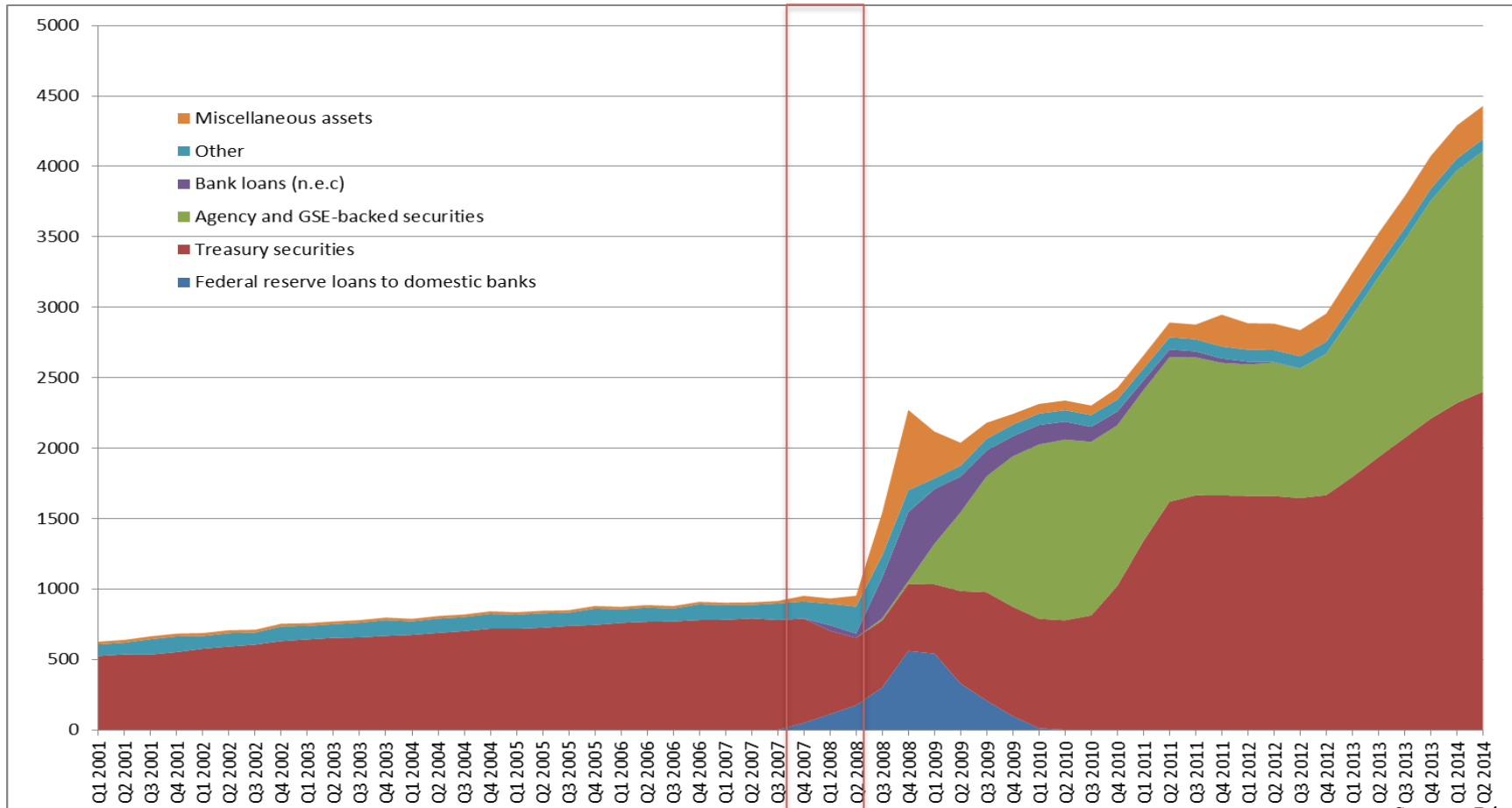
2.1 Fed et BoE : des achats d'actifs

- La Réserve fédérale a mis en œuvre des programmes d'achats de titres de dette du gouvernement américain (le premier a débuté en mars 2009) et de *mortgage backed securities* (actifs adossés à des crédits hypothécaires immobiliers)
- Ces différentes actions se sont répercutées sur la taille et la composition du bilan de la Réserve fédérale

2.1 Fed et BoE : des achats d'actifs

De l'été 2007 à septembre 2008, la taille du bilan est restée stable avec une hausse des prêts aux banques domestiques compensée par la baisse des titres du Trésor détenus dans le cadre de la conduite des opérations d'open-market

Composition de l'actif du bilan de la Réserve fédérale (en Mds de \$)

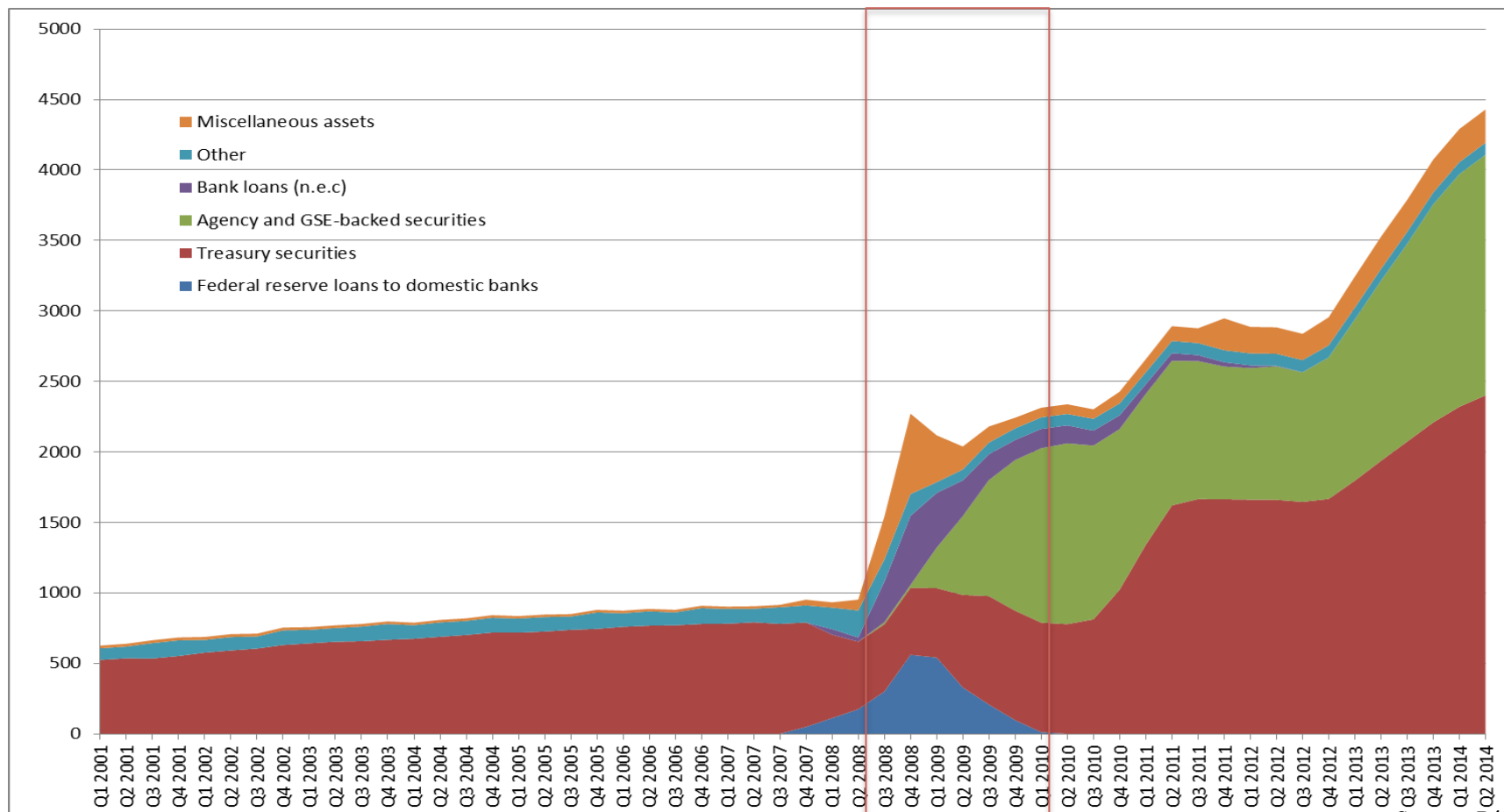


Source : Réserve Fédérale

2.1 Fed et BoE : des achats d'actifs

Après la chute de Lehmann Brother, la crise de liquidité s'est amplifiée si bien que l'on a assisté à une hausse simultanée des prêts aux banques et des titres adossés au marché hypothécaire

Composition de l'actif du bilan de la Réserve fédérale (en Mds de \$)

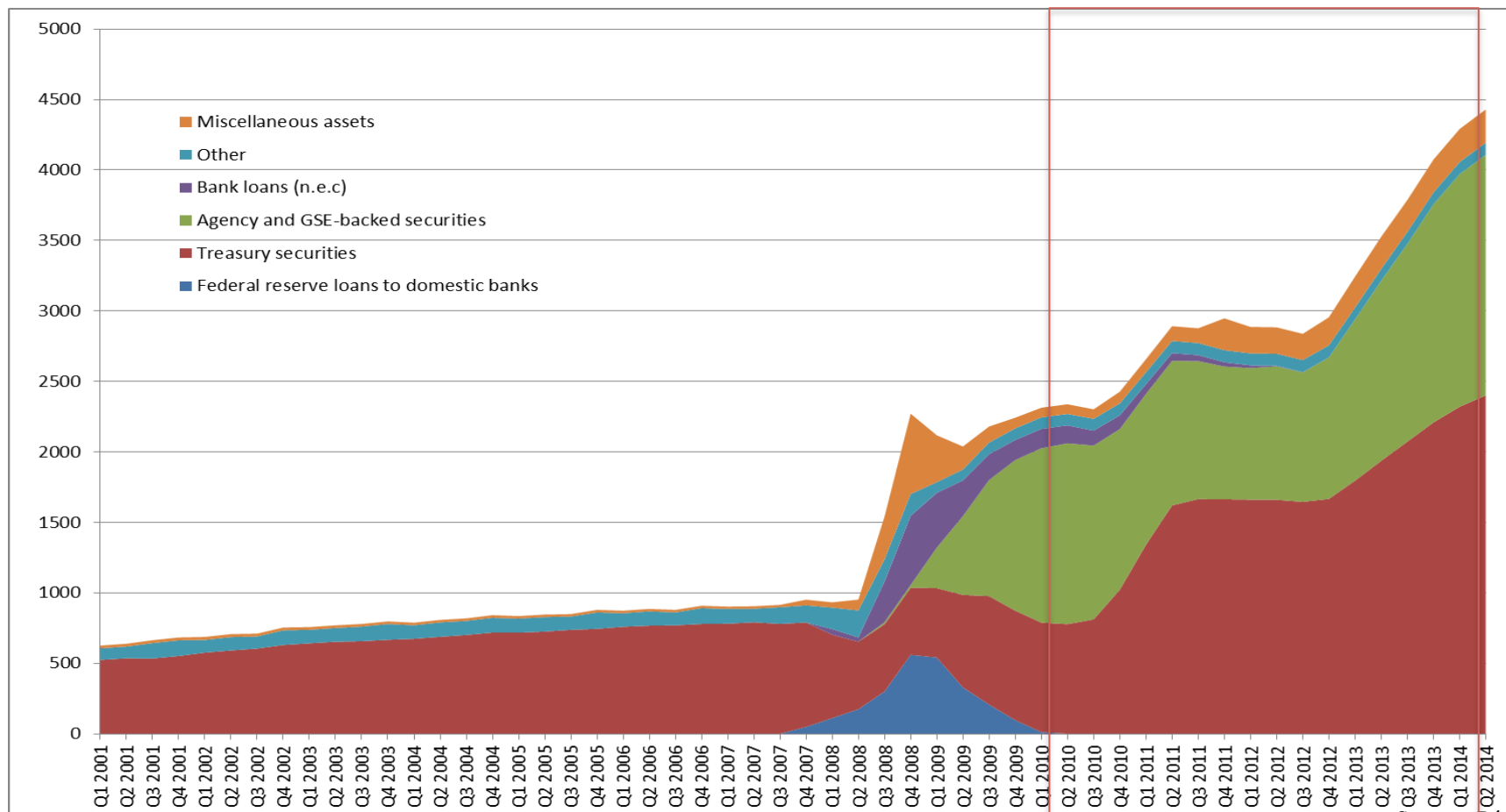


Source : Réserve Fédérale

2.1 Fed et BoE : des achats d'actifs

Depuis le début de l'année 2010, la Réserve fédérale n'effectue plus de prêts aux banques et intervient uniquement sur les marchés via ses achats de titres obligataires émis par le Trésor pour les agences intervenants sur le marché du crédit

Composition de l'actif du bilan de la Réserve fédérale (en Mds de \$)

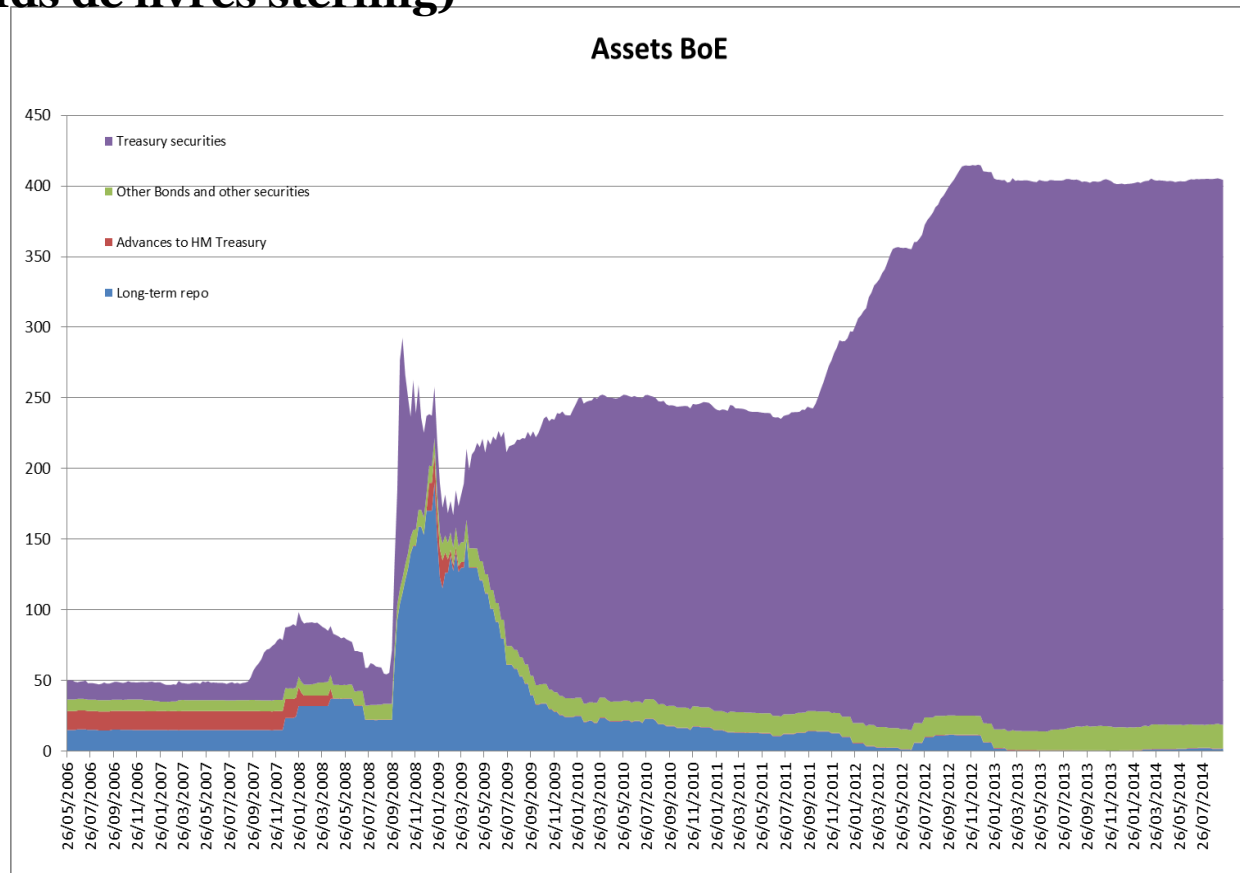


Source : Réserve Fédérale

2.1 Fed et BoE : des achats d'actifs

On observe une évolution assez similaire du côté de la Banque d'Angleterre avec des opérations d'abord ciblées sur la liquidité octroyée au système bancaire puis la mise en œuvre de l'Asset Purchase Facility, dispositif d'achats de titres d'État britanniques lancé en janvier 2009 et qui a atteint 375 milliards de GBP depuis juillet 2012, soit 90 % de l'actif de la BoE

Composition de l'actif du bilan de la Banque d'Angleterre (en Mds de livres sterling)



Source : Banque d'Angleterre

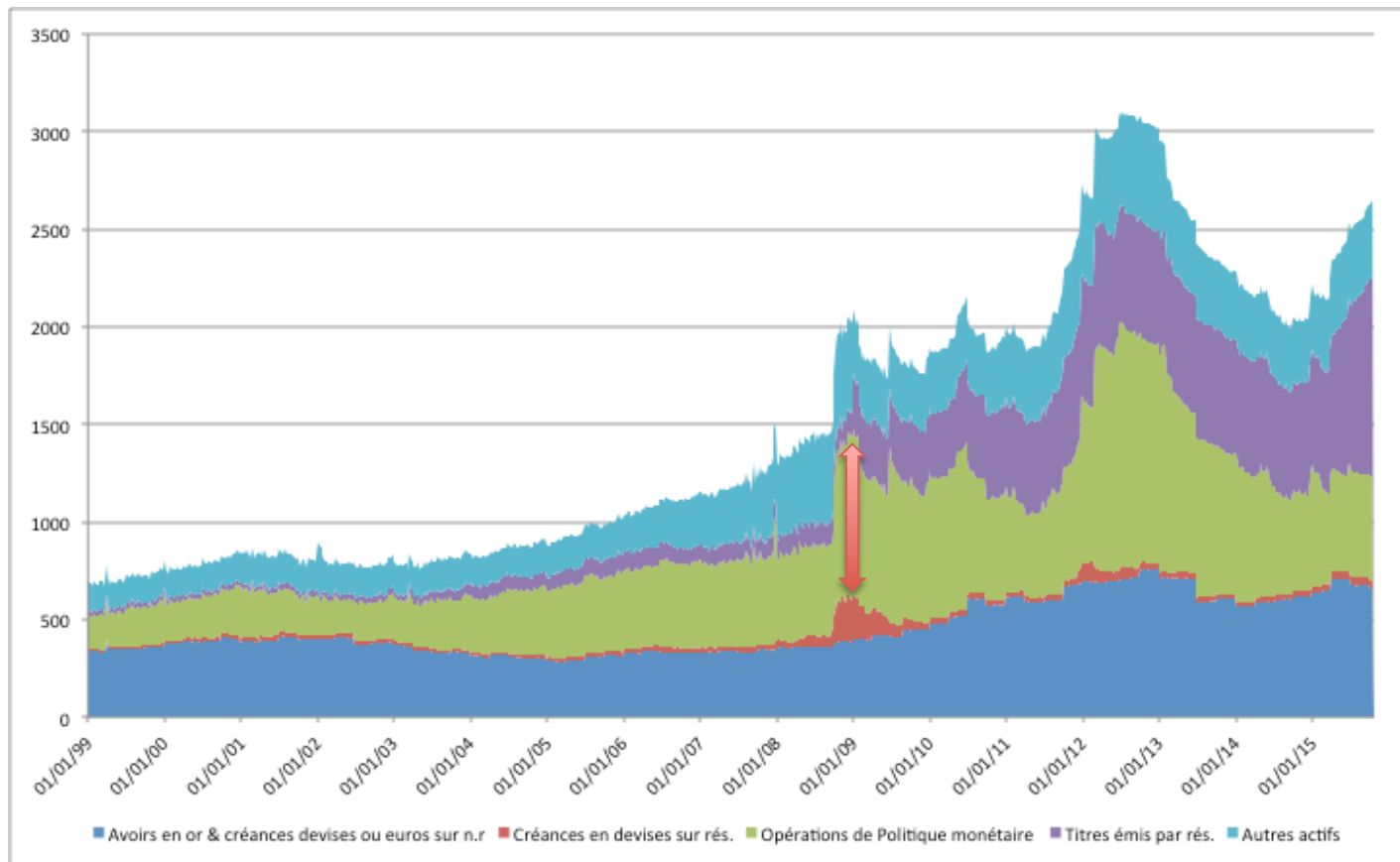
2.2 BCE : des prêts pour garantir le secteur bancaire

- De son côté, la BCE a appuyé ses interventions jusqu'à janvier 2015 sur des prêts collatéralisés (c'est-à-dire contre garanties) au secteur bancaire
- L'annonce du QE change la donne

2.2 BCE : des prêts pour garantir le secteur bancaire

- Elle a modifié les conditions d'octroi de la liquidité: depuis octobre 2008, les appels d'offres des opé de refi sont à taux fixe avec allocation intégrale : l'évolution de la taille du bilan fut donc intégralement dépendante de la demande des banques commerciales
- la BCE a augmenté la fréquence de ses opérations de refinancement à 3 mois (LTRO) et accru leur maturité à un an, puis à trois ans dans le cadre de deux opérations menées en décembre 2011 et février 2012 (VLTRO)

Composition de l'actif de la BCE

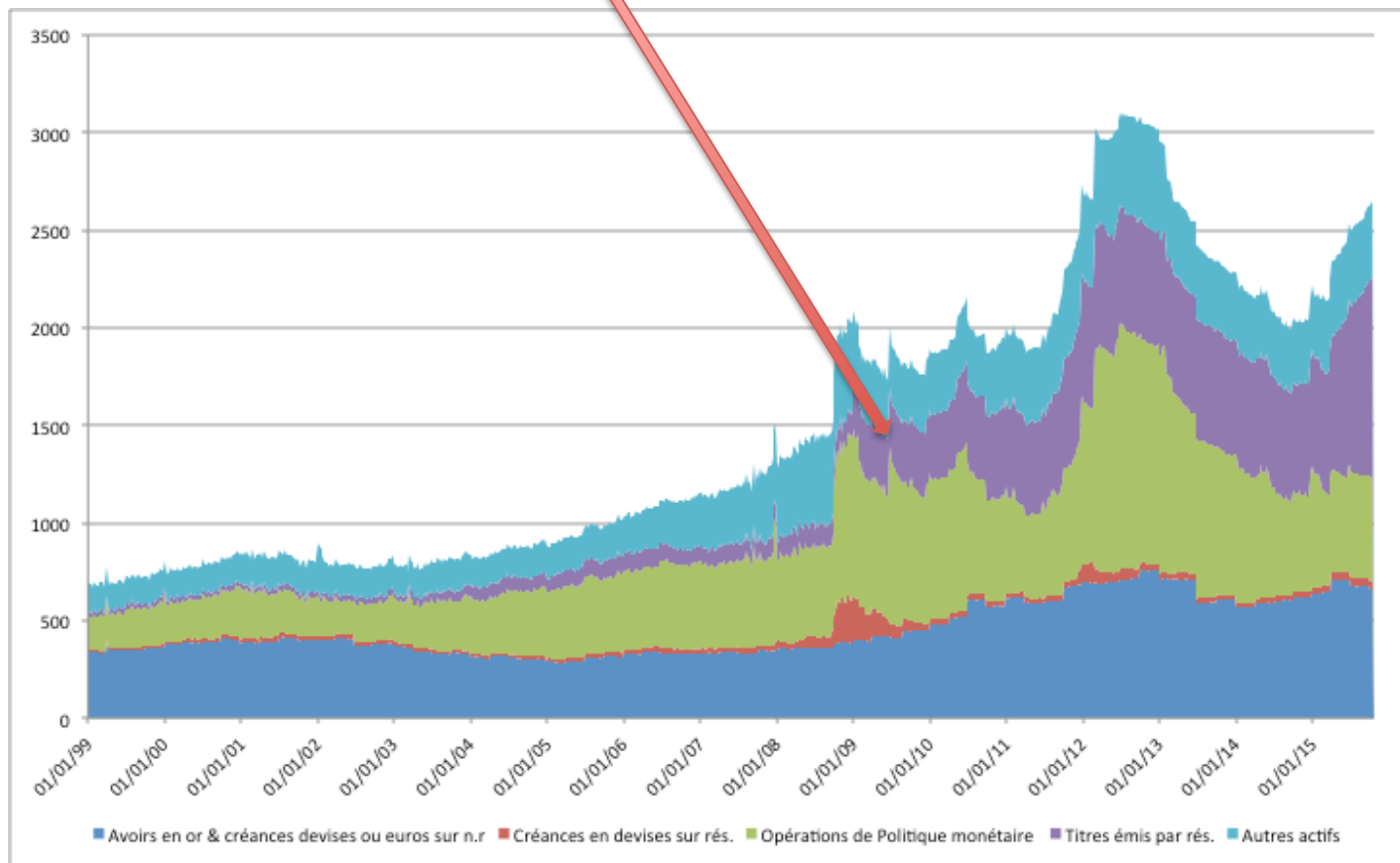


Source: BCE

2.2 BCE : des prêts pour garantir le secteur bancaire

- *La BCE a aussi lancé des programmes d'achat de titres (CBPP, SMP et OMT) lui permettant de cibler des marchés particuliers touchés par la crise des dettes souveraines*
- *Ces programmes furent limités en taille. En début d'année 2013, le cumul des achats d'obligation collatéralisées et souveraines ne dépassaient pas 280 Mds d'euros soit moins de 10 % du bilan de la BCE*

Composition de l'actif de la BCE

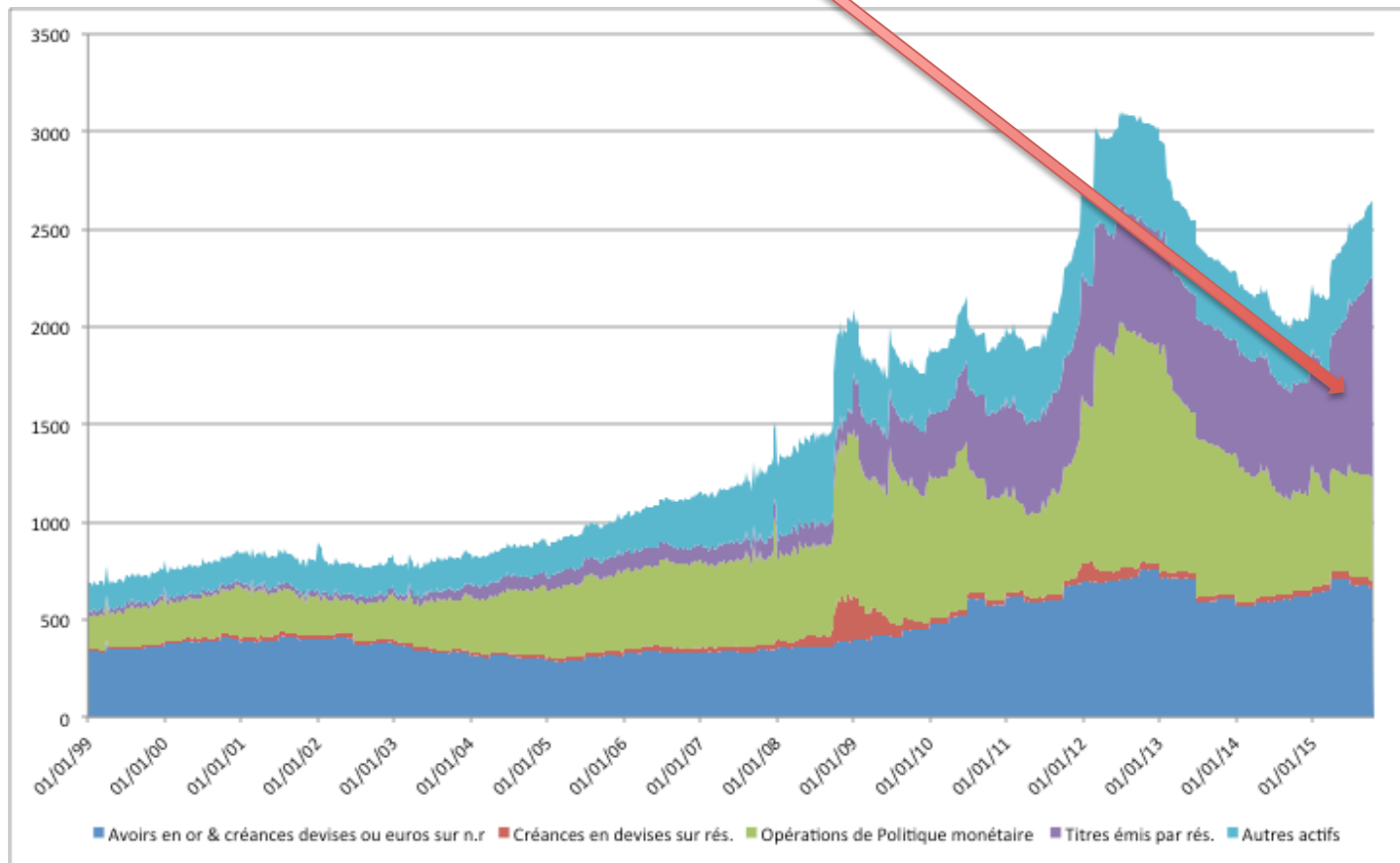


Source: BCE

2.2 BCE : des prêts pour garantir le secteur bancaire

- L'annonce du 22 janvier 2015 représente cependant un changement important. BCE prévoit l'achat de titres – titres adossés à des actifs (Asset-backed Securities ou ABS), titres souverains et titres émis par des agences supranationales – pour un montant de 60 milliards d'euros par mois de mars 2015 à septembre 2016. Il devrait en résulter une augmentation de la taille du bilan de près de 1100 Mds d'euros, rapprochant l'action de la BCE de celle de la Fed et de la BoE

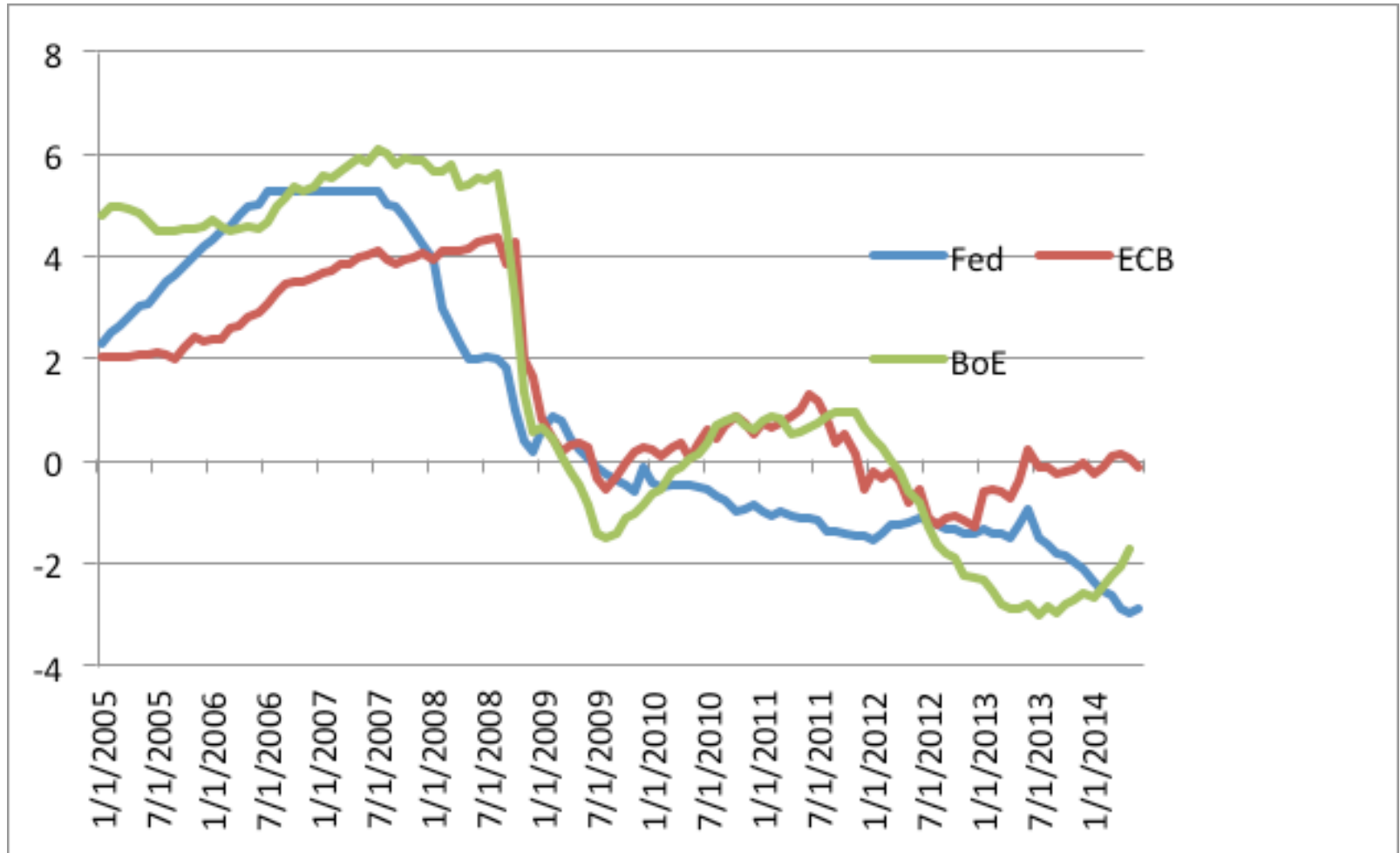
Composition de l'actif de la BCE



Source: BCE

2.3 Des politiques plus ou moins expansionnistes

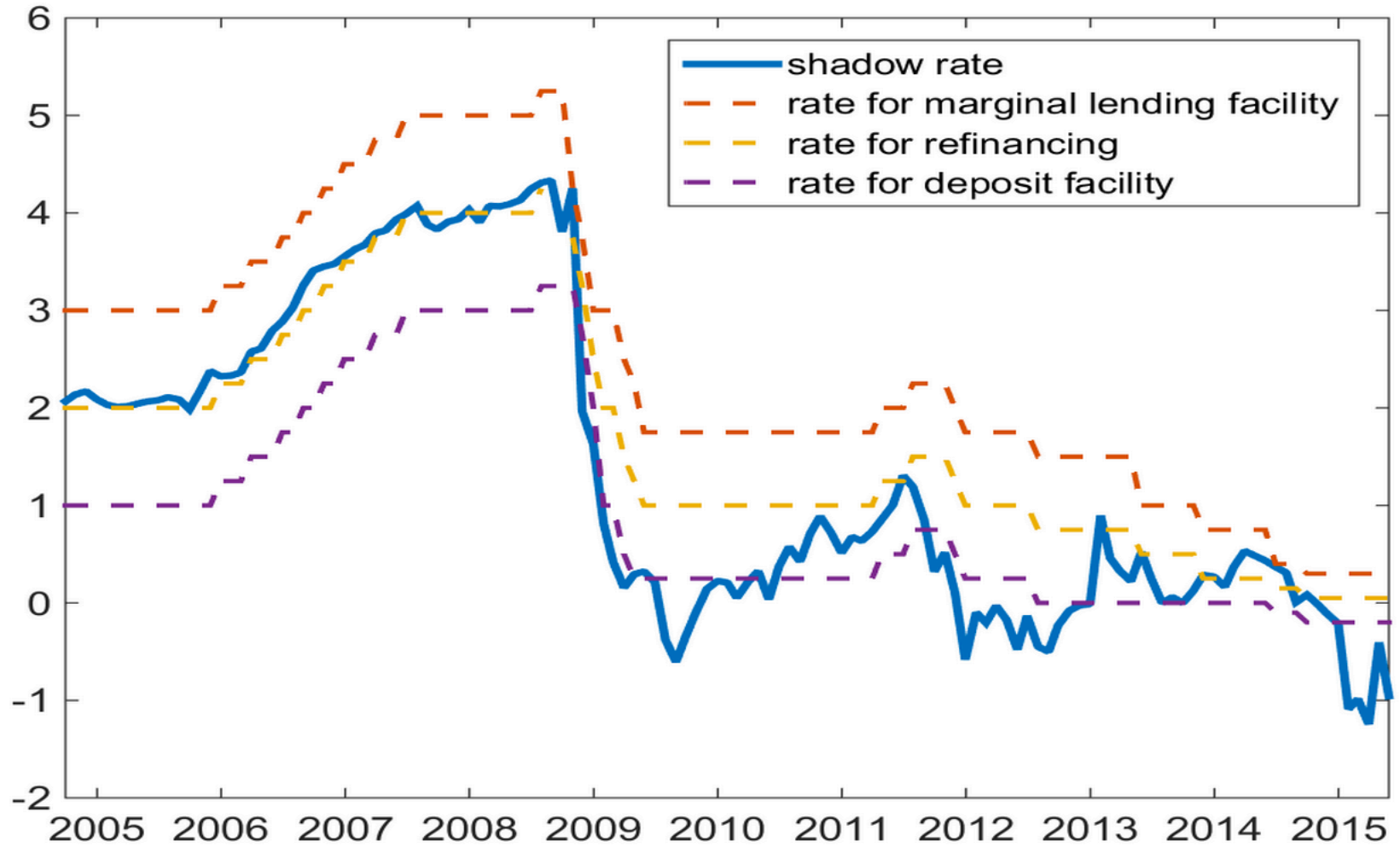
Taux implicite (shadow rate) de politique monétaire (en %)



Source: Wu & Xia (2014),

2.3 Des politiques plus ou moins expansionnistes

Taux implicite (shadow rate) de politique monétaire (en %)



Source: Wu & Xia (2014),

Plan

1. Du Conventionnel au non conventionnel

- 1.1 le conventionnel et le principe de séparation
- 1.2 Pourquoi adopter des mesures non conventionnelles ?
- 1.3 le non conventionnel
- 1.4 Les canaux de transmission du non conventionnel

2. Des interventions différentes d'une banque centrale à l'autre

- 2.1 Fed et BoE : des achats d'actifs
- 2.2 BCE : des prêts pour garantir le secteur bancaire
- 2.3 Des politiques plus ou moins expansionnistes

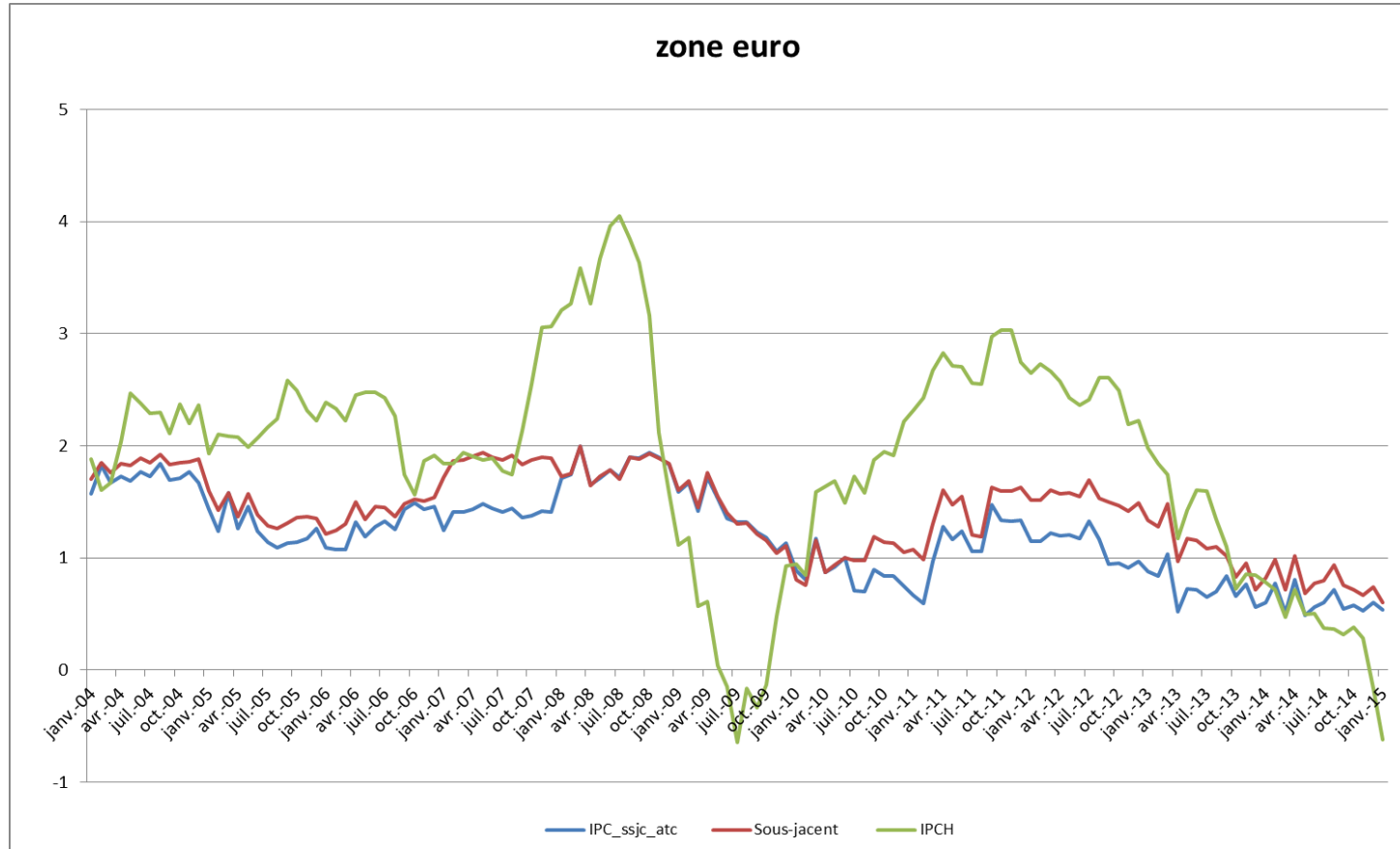
3. Les enjeux du QE de la BCE

- 3.1 Pourquoi le QE ?
- 3.2 Que peut-on en attendre ?
- 3.3 Les effets redistributifs du QE
- 3.4 La politique monétaire crée-t-elle des bulles ?

4. Conclusion : la politique monétaire est-elle impuissante ?

3.1 Pourquoi le QE ?

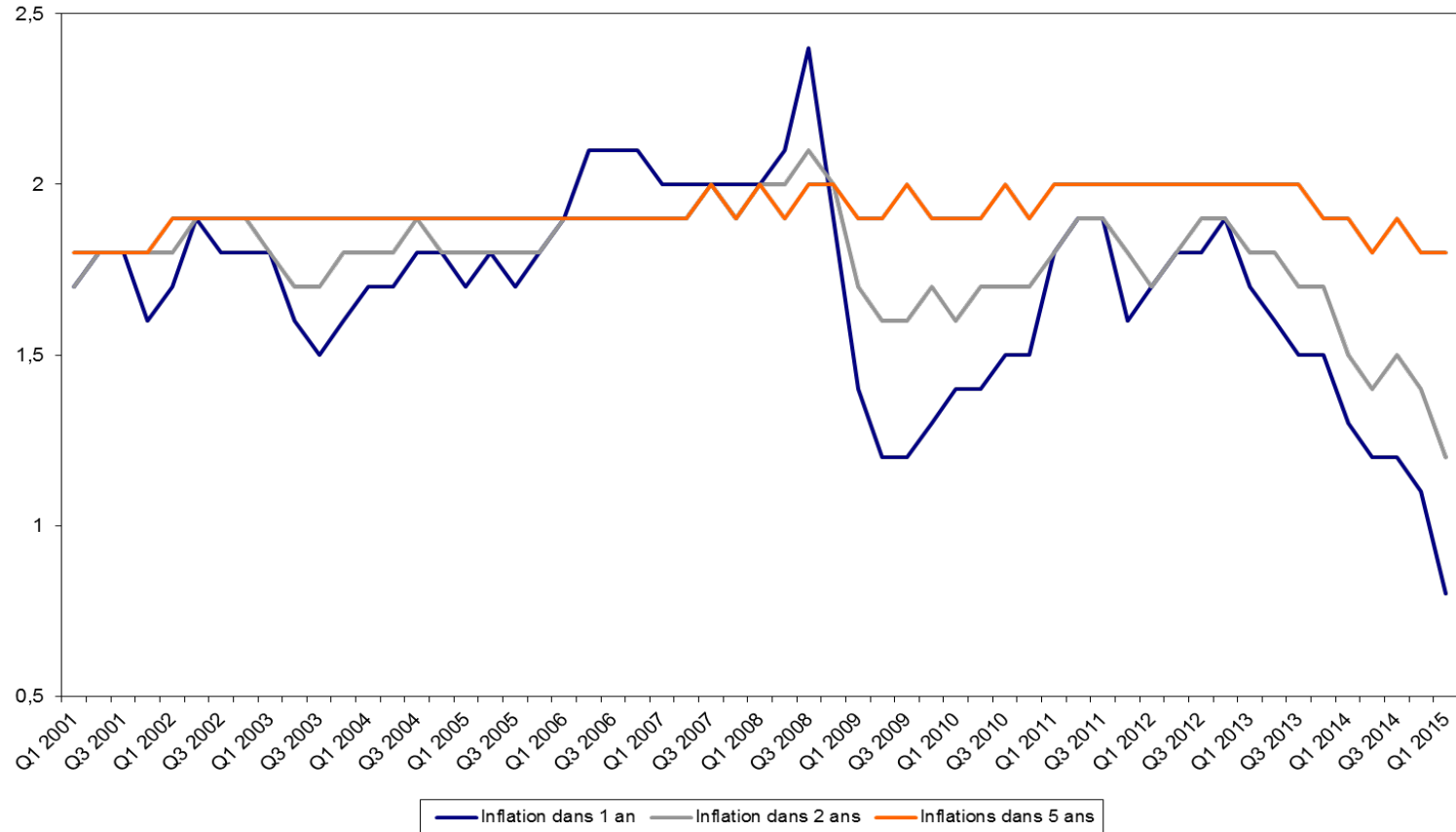
Inflation dans la zone euro



Source : Eurostat

3.1 Pourquoi le QE ?

Anticipations d'inflation dans la zone euro



Source : BCE (Survey of Professional Forecasters).

3.2 Que peut-on en attendre ?

La conclusion générale qui peut être tirée des expériences passées est que les mesures non conventionnelles ont:

- un impact significatif sur les rendements des titres souverains et privés (effets de rééquilibrage du portefeuille), même si cet impact serait de courte durée
- Quant aux effets sur l'inflation et la croissance, ils pourraient également être significatifs mais généralement insuffisants pour compenser les coûts réels de la crise financière et des politiques budgétaires restrictives mises en œuvre, notamment dans la zone euro.

Taux d'intérêts publics et privés aux US

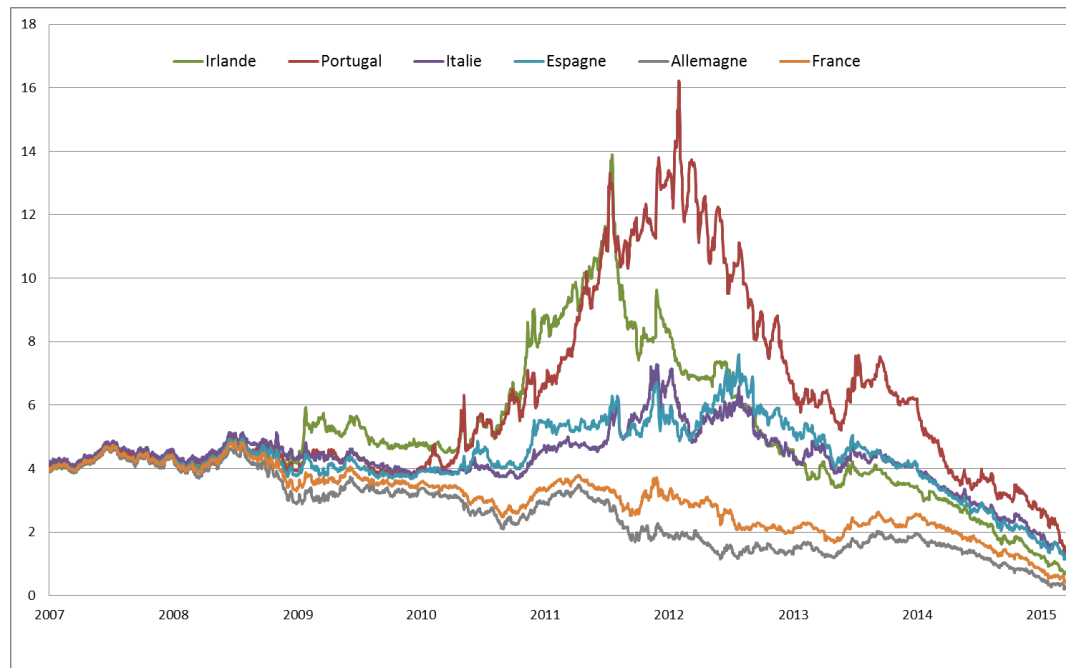


Source : Datastream

3.2 Que peut-on en attendre ?

- le QE devrait agir directement sur les taux d'intérêt publics et privés, sur les anticipations et sur le taux de change
- Si le SMP ou l'annonce de l'OMT s'appuyaient également sur des achats de titre, ces deux mesures s'inscriraient cependant en réponse à la crise des dettes souveraines, ciblant ainsi le taux des pays en crise (avec un certain succès)
- Or les taux des pays de la zone euro ont déjà baissé et atteignent des niveaux très faibles voire négatifs sur certaines maturités courtes
- Le mouvement de convergence entre les taux des pays en crise et les taux allemand a été significative depuis l'annonce de Mario Draghi en juillet 2012

Taux d'intérêts publics dans la zone euro

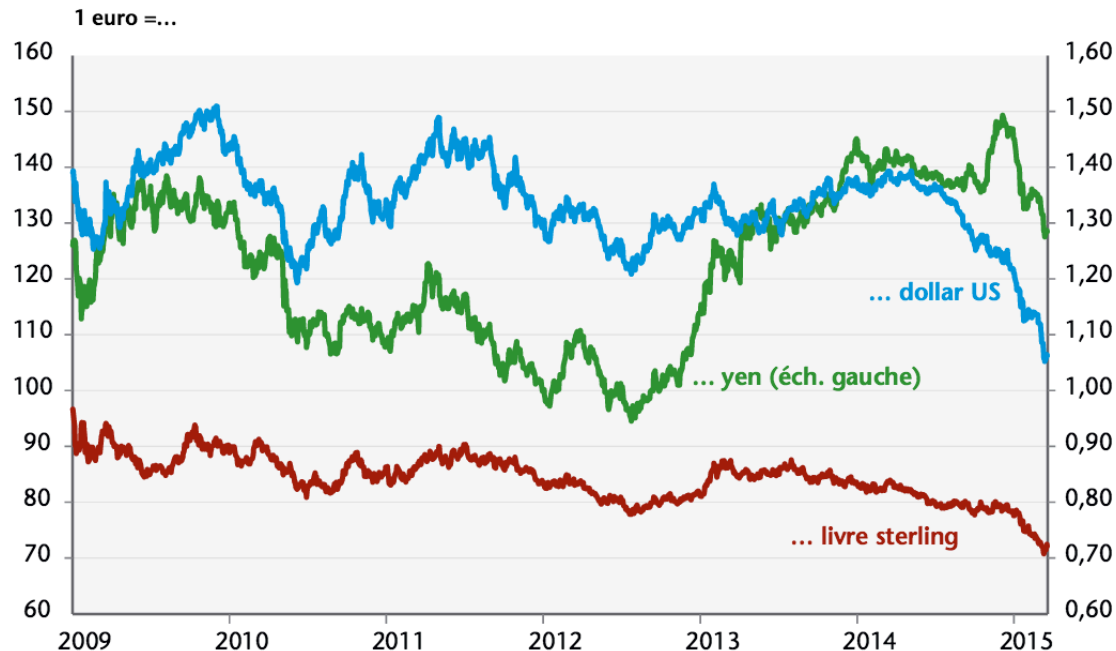


Source : Datastream

3.2 Que peut-on en attendre ?

- Dès lors, l'effet positif des mesures de la BCE pourraient principalement porter sur les taux de marché aux entreprises – les rendements des obligations privées à haut risque dans la zone euro proches de 3,7 % en mars 2015, soit un niveau proche du plus bas observé depuis 2006 – mais surtout sur les anticipations d'inflation et sur le taux de change.
- On peut d'ailleurs noter que l'assouplissement quantitatif avait sans doute été en partie anticipé par les marchés, puisque l'euro a commencé à se déprécier vis-à-vis du dollar en 2014

Taux de change de l'euro

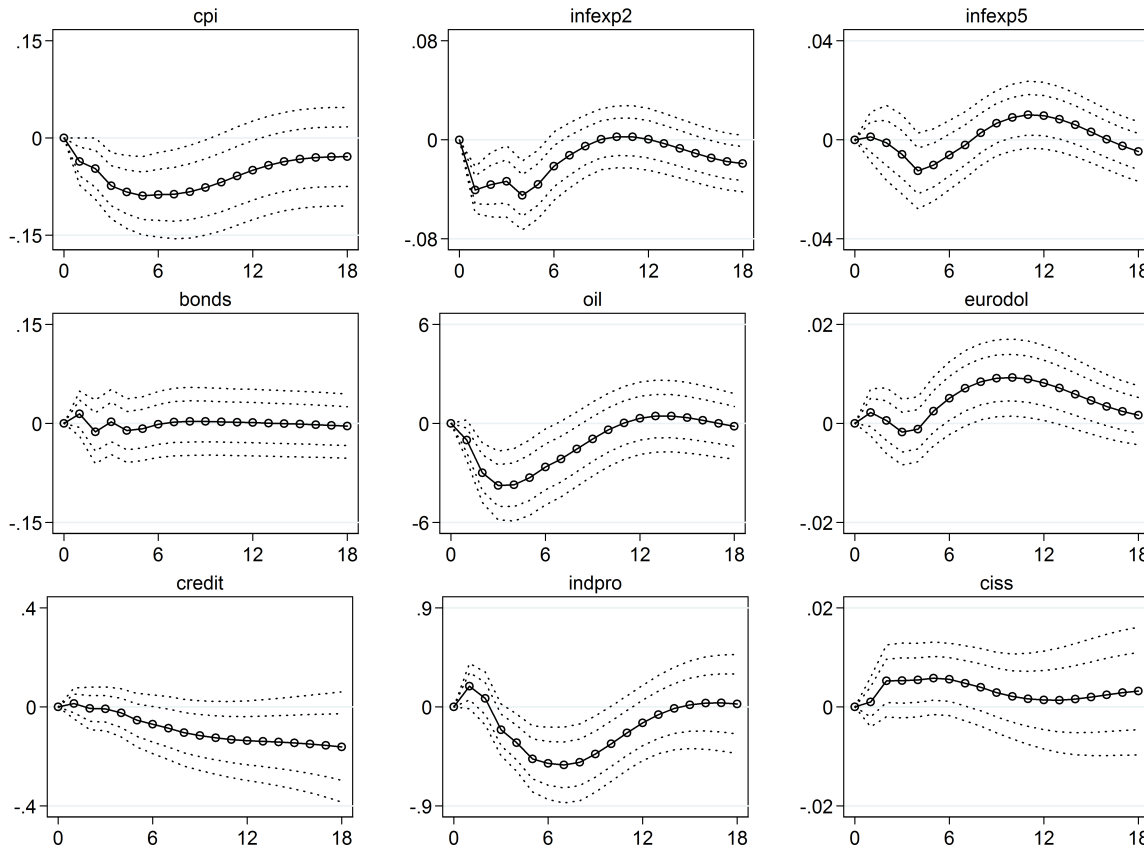


Source : Datastream

3.2 Que peut-on en attendre ?

Choc restrictif dans la zone euro

Modèle VAR



Source : OFCE

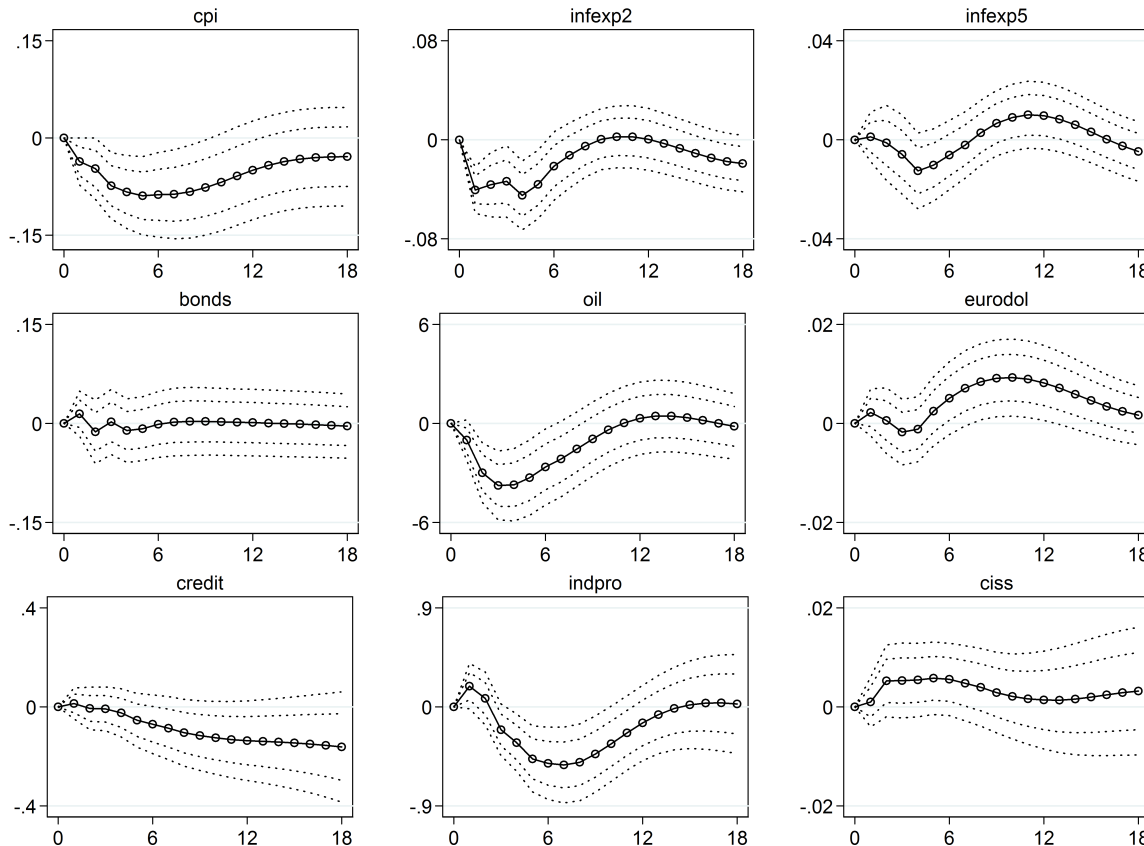
une hausse de 0,23 point de % du taux d'intérêt implicite:

- réduit l'inflation dans la zone euro de 0.10 point de pourcentage après 1 semestre, et les anticipations d'inflation à 2 et 5 ans de 0,05 et 0,02 point de pourcentage respectivement
- entraîne aussi une appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar de 0,01 point de pourcentage après 10 mois
- réduit la production industrielle de 0,5 point de pourcentage après 8 mois.

3.2 Que peut-on en attendre ?

Hypothèses:

Choc restrictif dans la zone euro



Source : OFCE

1) le QE est équivalent à une baisse de **2 points de pourcentage** du taux implicite (ce que nous avons vu par le passé/ 1000 Mds)

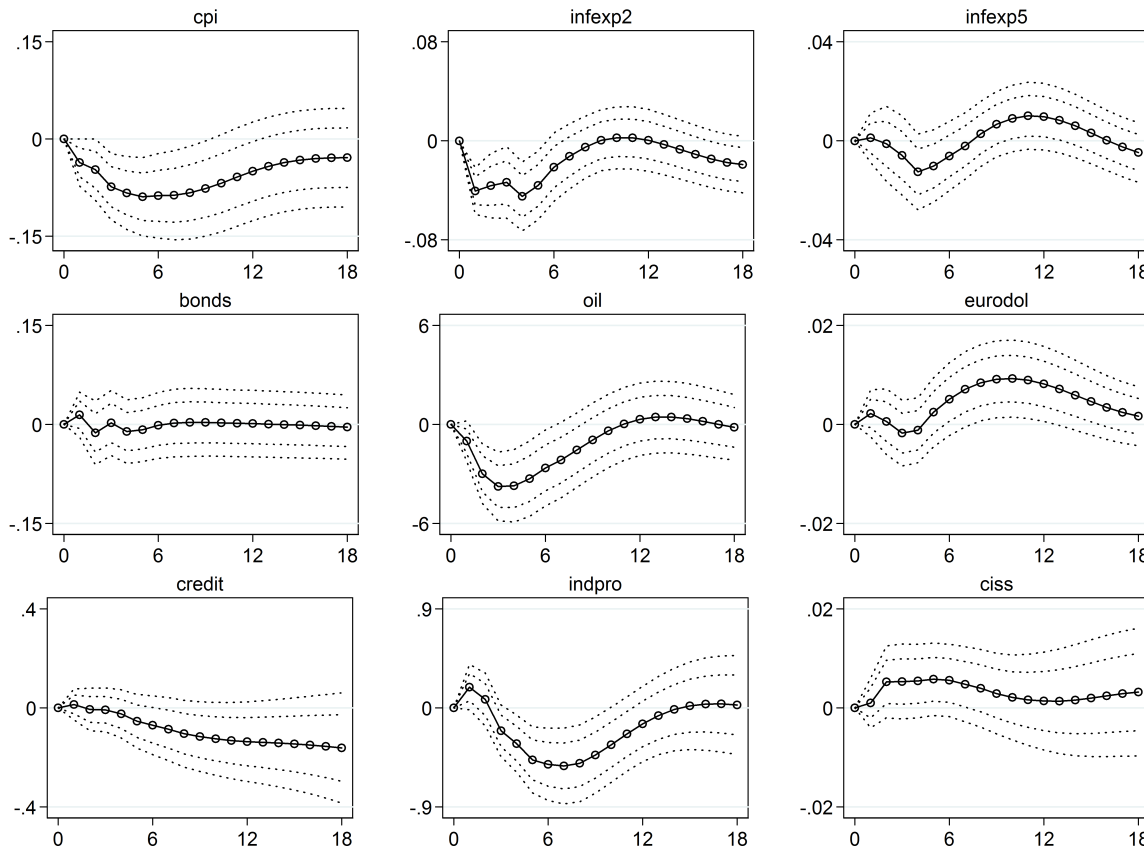
2) les effets estimés sur la période 2004-2015 peuvent être transposés

Dès lors pour avoir une approximation des effets du QE sur l'économie de la zone euro

- 1) **Inverser le sens** des effets (le QE est un choc expansionniste)
- 2) Multiplier les effets par environ **8** (le choc représenté est de 0,23 pts de % et on peut s'attendre à un effet du QE de 2 pts de %)

3.2 Que peut-on en attendre ?

Choc restrictif dans la zone euro



Source : OFCE

Les effets d'une telle politique ne sont pas immédiats et porteront leurs fruits au fur et à mesure de la mise en place du programme, mais sont relativement importants d'autant plus lorsqu'on les cumule au cours des mois. Mais sont-ils suffisants?

on peut attendre du QE européen qu'il:

- **augmente** les anticipations d'inflation à 2 et 5 ans avec un impact maximal de 0,4 et 0,16 point de % à l'horizon de 6 mois
- L'effet estimé sur l'inflation: +0.8 point de % après 6 mois
- production industrielle: +4 point de % après 8 mois
- entraîne à une **dépréciation** de l'euro vis-à-vis du dollar, avec un impact maximal de 0,08 point de % à 10 mois.

3.3 Les effets redistributifs du QE

L'augmentation des inégalités de revenus et de patrimoine est un sujet incontournable dans les discussions de politique économique, jusqu'à s'immiscer dans les évaluations des effets des politiques monétaires menées aux Etats-Unis et au Japon, précurseurs des politiques massives de Quantitative Easing.

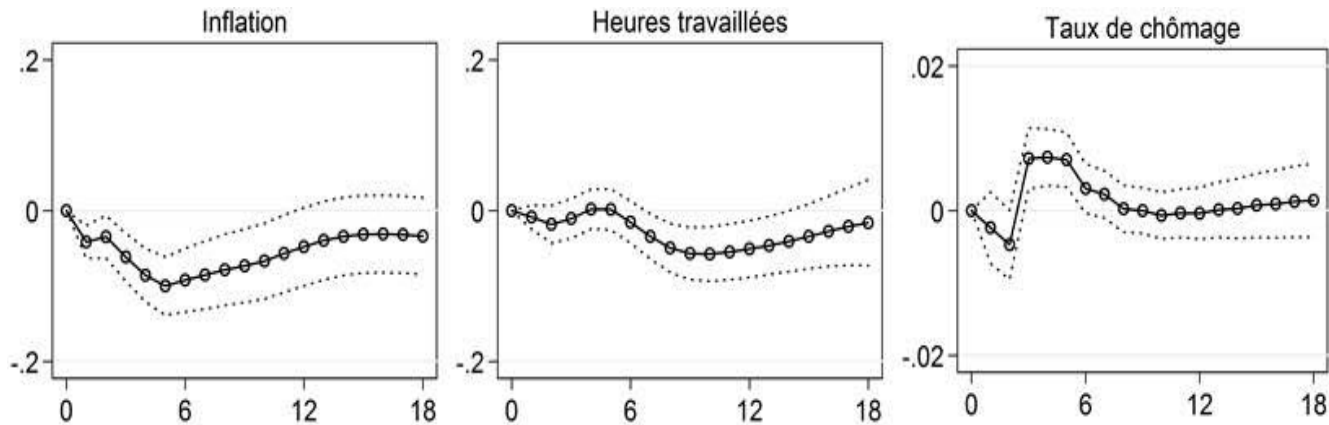
La question se pose donc de savoir si la politique de QE de la BCE a eu ou aura des effets redistributifs. Aux Etats-Unis, la baisse des taux directeurs par la Fed y réduirait les inégalités (transferts de richesses des prêteurs vers les emprunteurs qui sont généralement les moins dotés en revenu).

Qu'en est-il dans la zone euro?

3.3 Les effets redistributifs du QE

- A partir de données macroéconomiques agrégées pour l'ensemble de la zone euro, le modèle VAR montre que les politiques monétaires européennes, conventionnelles et non conventionnelles, ont eu un effet, certes, mais limité, sur le taux de chômage, le nombre d'heures travaillées et le taux d'inflation
- Sous l'hypothèse que ces trois variables influent sur le niveau des inégalités de salaires et de revenus, ce résultat indique que la politique monétaire expansionniste de la BCE a un effet de réduction, quoique mineur, sur les inégalités (l'intégrer dans le mandat?)

Les effets d'un choc restrictif de politique monétaire dans la zone euro

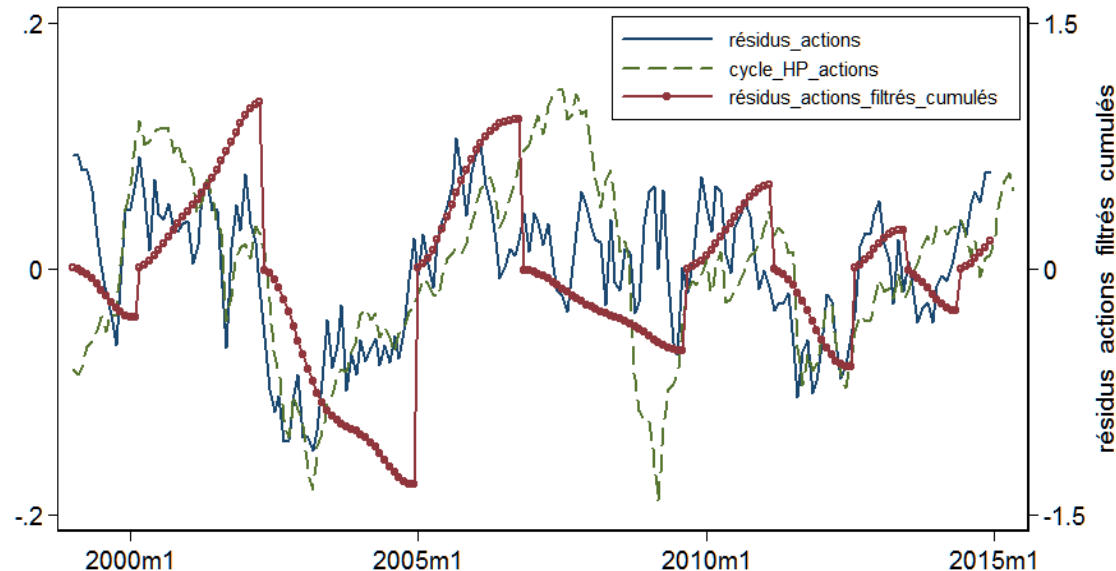


3.4 La politique monétaire (le QE) crée-t-elle des bulles ?

Si des politiques monétaires expansionnistes peuvent soutenir l'activité et permettre aux banques centrales d'atteindre leur cible d'inflation, certains mettent aussi en avant les risques d'émergence ou de développement de bulles d'actifs associés à de telles politiques et en particulier aux mesures non conventionnelles mises en œuvre depuis la crise

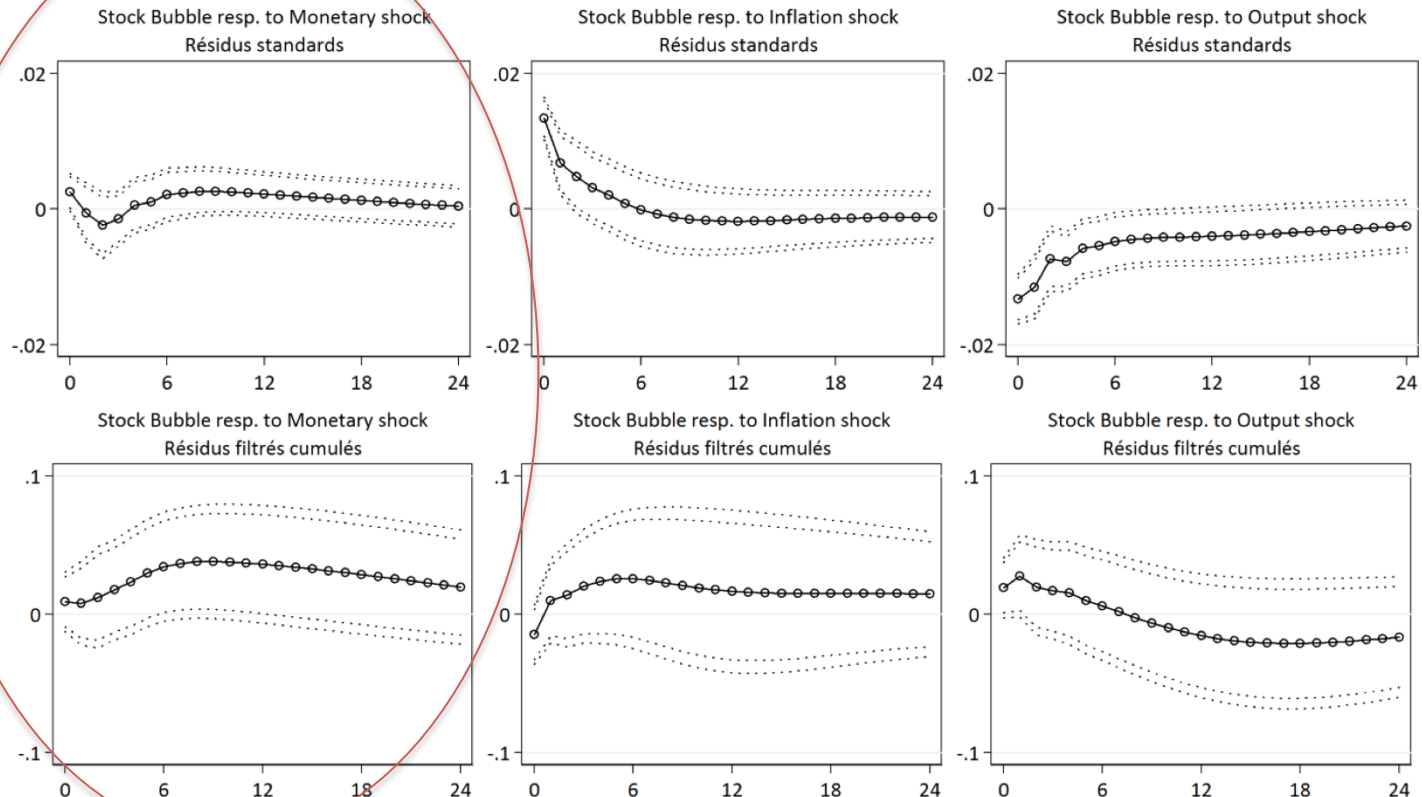
Intéressant de mesurer cela. Mais la définition et la mesure d'une bulle n'est pas aisée!

Composantes « bulle » des marchés actions



3.4 La politique monétaire (le QE) crée-t-elle des bulles ?

Réponses de la « bulle » actions (mesures par les résidus simples et les résidus cumulés) à un choc monétaire, d'inflation et de production



Note : les différents éléments du cadran traduisent l'effet sur les composantes « bulles » actions d'un choc exogène d'un écart type sur la politique monétaire, l'inflation ou l'activité. Les lignes pointillées représentent les intervalles de confiance à 90 et 95%.

il ressort que le choc de politique monétaire **n'a pas d'effet significatif** sur la « bulle » pour n'importe quel modèle utilisé pour identifier la « bulle » (résidus simples ou résidus filtrés cumulés)

3.4 La politique monétaire (le QE) crée-t-elle des bulles ?

plus de 50 % de la variance de la « bulle » est due aux chocs de « bulle ».
La contribution des chocs de politique monétaire ne dépasse pas 5 %

Décomposition de la variance des « bulles »

	Output	Inflation	Oil	Shadow rate	Bubble
Actions - Rés. standards	0.25	0.13	0.10	0.02	0.51
Actions - Rés. cumulés	0.02	0.02	0.04	0.05	0.87
Obligations - Rés. Standards	0.03	0.07	0.19	0.02	0.68
Obligations - Rés. Cumulés	0.01	0.05	0.03	0.03	0.88
Immobilier - Rés. Standards	0.02	0.03	0.02	0.04	0.89
Immobilier - Rés. Cumulés	0.00	0.05	0.01	0.01	0.92

Ces résultats ne permettent pas de mettre en évidence que des politiques monétaires plus expansionnistes alimentent des bulles sur les marchés boursiers, obligataires ou immobiliers

Plan

1. Du Conventionnel au non conventionnel

- 1.1 le conventionnel et le principe de séparation
- 1.2 Pourquoi adopter des mesures non conventionnelles ?
- 1.3 le non conventionnel
- 1.4 Les canaux de transmission du non conventionnel

2. Des interventions différentes d'une banque centrale à l'autre

- 2.1 Fed et BoE : des achats d'actifs
- 2.2 BCE : des prêts pour garantir le secteur bancaire
- 2.3 Des politiques plus ou moins expansionnistes

3. Les enjeux du QE de la BCE

- 3.1 Pourquoi le QE ?
- 3.2 Que peut-on en attendre ?
- 3.3 Les effets redistributifs du QE
- 3.4 La politique monétaire crée-t-elle des bulles ?

4. Conclusion : la politique monétaire est-elle impuissante ?

4. Conclusion : la politique monétaire est-elle impuissante ?

Problèmes pour la BCE:

- Diverses crises
- Hétérogénéités de la zone euro

Réponses apportées:

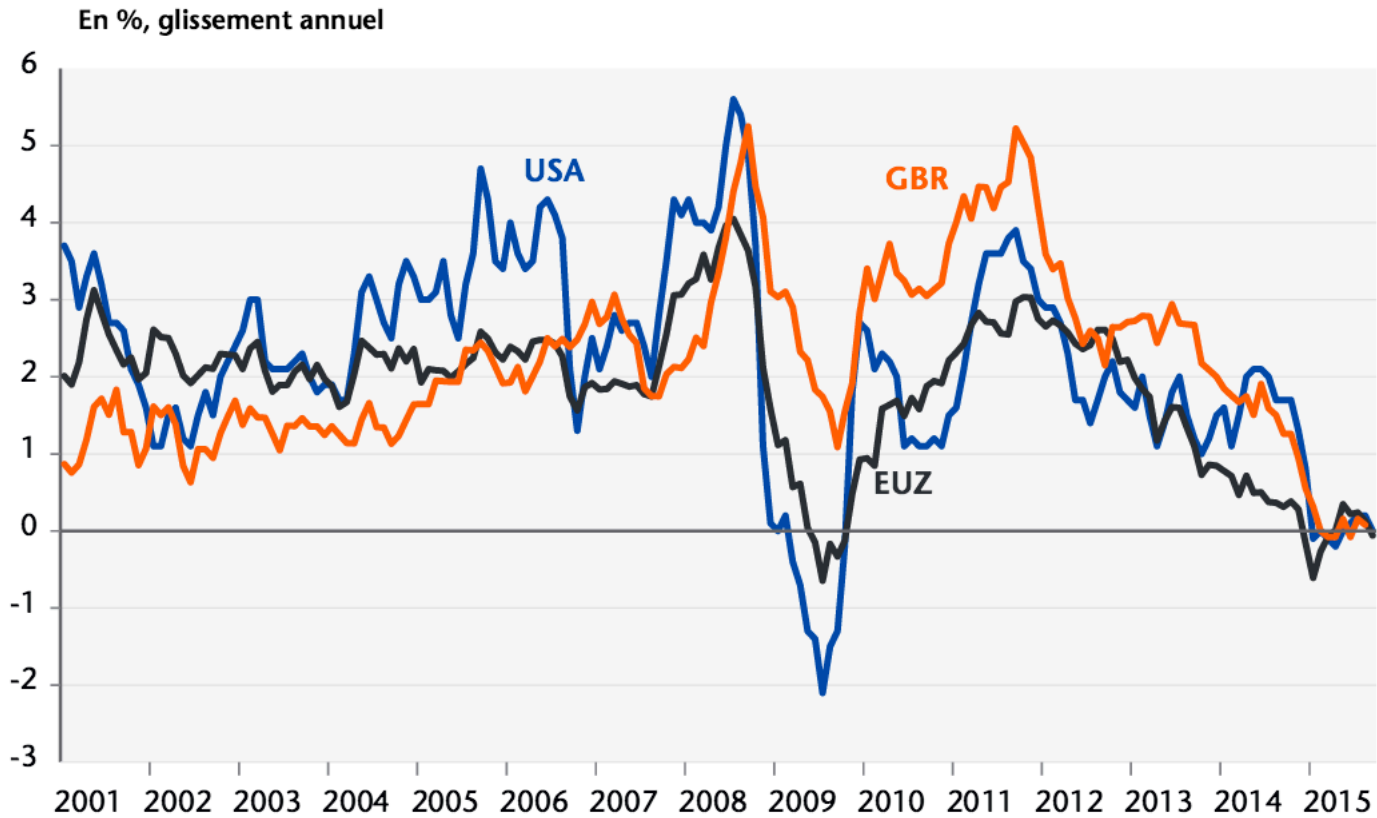
- Développement des mesures non conventionnelles
- Prise en compte de la stabilité financière et développement de nouvelles compétences (union bancaire):

Cela pose des questions concernant:

- Son indépendance
- Son mandat
- Les outils à utiliser pour chaque objectif (principe de Tinbergen) et le développement du macro-prudentiel
- L'union bancaire est-elle suffisante?
- Et quid de la stabilisation macro?

4. Conclusion : la politique monétaire est-elle impuissante ?

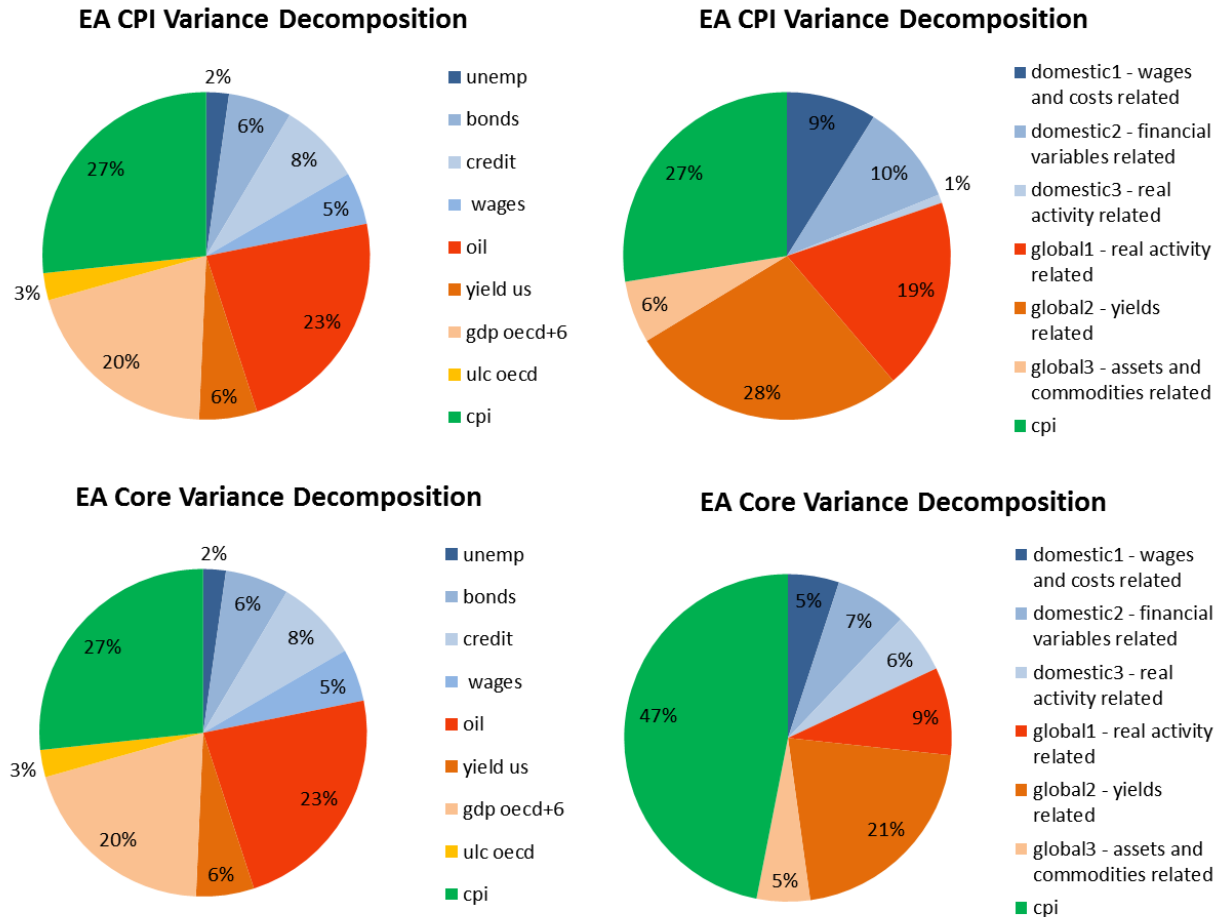
Évolution de l'inflation



Sources : BLS, Eurostat.

4. Conclusion : la politique monétaire est-elle impuissante ?

Décomposition de la variance de l'inflation dans la zone euro



4. Conclusion : la politique monétaire est-elle impuissante ?

Résumé des prévisions de l'OFCE/automne 2015

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2014				2015				2016				2013	2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	-0,2	0,9	1,5	1,8	1,8
PIB par habitant	0,1	0,0	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,7	0,6	1,2	1,5	1,5
Consommation des ménages	0,1	0,2	0,5	0,6	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	0,9	1,7	1,7	1,6
Consommation publique	0,3	0,2	0,2	0,2	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,8	1,2	0,8	0,8
FBCF totale dont :	0,4	-0,5	0,3	0,6	1,4	-0,5	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	-2,6	1,3	2,1	3,0	2,9
Productive privée	0,2	0,4	0,8	0,7	2,6	0,2	1,1	1,1	1,2	1,1	1,0	0,9	-1,4	3,9	4,6	4,2	3,1
Logement	1,1	-1,9	0,0	0,5	1,6	-0,3	0,0	0,2	0,4	0,5	0,7	0,7	-3,6	-0,7	1,4	1,5	3,1
Administrations publiques	1,2	-1,7	-0,3	0,5	0,5	-1,4	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	-4,0	-1,6	-0,7	0,5	1,9
Exportations de biens et services	0,6	1,2	1,5	0,9	1,0	1,6	0,8	0,7	0,9	1,0	1,0	1,0	2,2	3,9	4,6	3,8	3,8
Importations de biens et services	0,9	1,2	1,7	0,9	1,5	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	0,9	1,4	4,2	4,9	3,7	3,8
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,2	0,1	0,4	0,5	0,6	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	-0,8	0,9	1,6	1,7	1,7
Variations de stocks	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,2
Prix à la consommation (IPCH)*	0,6	0,6	0,4	0,2	-0,3	0,2	0,2	0,4	0,8	0,7	0,9	1,2	1,3	0,4	0,1	0,9	1,3
Taux de chômage, au sens du BIT	11,8	11,6	11,5	11,5	11,2	11,1	10,9	10,8	10,6	10,5	10,3	10,1	12,0	11,6	11,0	10,4	9,9
Solde courant, en points de PIB																	
Solde public, en points de PIB													-2,9	-2,4	-2,1	-1,6	-1,2
Impulsion budgétaire													-0,5	-0,2	0,0	-0,1	-0,2
PIB États-Unis	-0,2	1,1	1,1	0,5	0,2	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,6	0,7	1,5	2,4	2,7	3,1	2,8

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2015.

4. Conclusion : la politique monétaire est-elle impuissante ?

La zone euro se trouve dans une situation comparable à celle d'une **trappe à liquidité** décrite dans les manuels de macroéconomie. Les recettes pour en sortir sont notamment rappelées par

Escaping from liquidity trap and deflation (2003, L.E.O Svensson – Journal of Economic Perspectives, volume 17 n°3)

- ✓ Currency depreciation (the exchange rate channel)
- ✓ Target broader instruments (long-term interest rates)
- ✓ Increasing liquidity / monetary base
- ✓ Shaping expectations by announcing a sustained period of low interest rates or a higher inflation target / price-level targetting
- ✓ A tax on money
- ✓ Fiscal policy.

4. Conclusion : la politique monétaire est-elle impuissante ?

- 1) l'ancrage des anticipations par une annonce d'une période prolongée de taux d'intérêt bas ou d'une cible d'inflation plus élevée est essentiel.

La BCE procède déjà à une communication de type forward guidance mais n'a pas encore réévalué sa cible d'inflation.

- 2) Utiliser la politique monétaire pour appuyer non plus uniquement sur les taux d'intérêt à court terme mais aussi sur des taux d'intérêt à long terme pourrait permettre d'accroître la rentabilité des opportunités d'investissements et relancer ainsi l'activité économique.

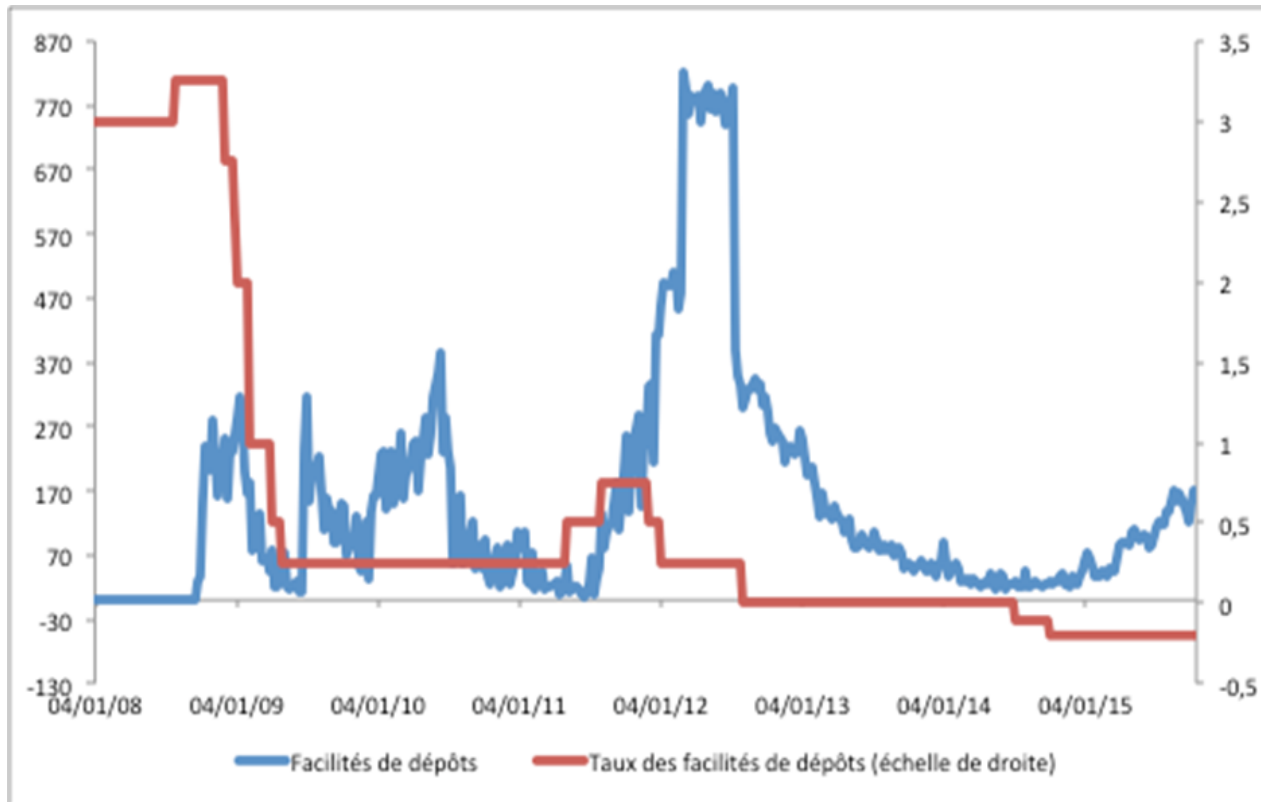
La BCE a ainsi multiplié l'utilisation des LTRO et des VLTRO et finance dans le cadre du QE des actifs à long terme. Ces mesures peuvent encore être renforcées.

4. Conclusion : la politique monétaire est-elle impuissante ?

3) Taxer la monnaie non utilisée par les banques commerciales est une autre solution.

La BCE l'a réalisé en introduisant un taux d'intérêt négatif sur ses facilités de dépôts en juin 2014

taux d'intérêt et montants (en Mds €) des facilités de dépôts auprès de la BCE



Source: BCE

4. Conclusion : la politique monétaire est-elle impuissante ?

4) Le canal du taux de change et une dépréciation de la monnaie pourrait permettre une relance des exportations des pays de la zone euro et donc l'activité.

La BCE en annonçant la mise en place d'un QE en décembre 2014 a permis une certaine dépréciation de l'euro.

5) Mais la dernière solution préconisée demeure or de portée de la BCE : il s'agit de la politique budgétaire.

Ceci nous indique que si la BCE n'a peut être pas fait assez et rapidement, elle n'est pas non plus en mesure de parvenir à elle seule à relancer et à pérenniser la zone euro. Si elle n'est pas tout à fait impuissante, elle paraît surtout bien esseulée.